


Sosiaali- ja terveysministeriön selvityksiä 2010:12

Yksityisten alojen työeläkejärjestelmän vakavarai- suussäätelyn uudistamista selvittäneen laaja-alaisen työryhmän selvitys


KUVAILULEHTI

Julkaisija Sosiaali- ja terveysministeriö	Julkaisun päivämäärä 31.3.2010			
Tekijät Yksityisten alojen työeläkejärjestelmän vakavaraisuussäätelyn uudistamista selvittävä laaja-alainen työryhmä Puheenjohtaja Antero Kiviniemi Pääsihteeri Mikko Huimala Sihteeri Harri Isokorpi	Toimeksiantaja Sosiaali- ja terveysministeriö HARE-numero ja toimitielimen asettamispäivä STM066:00/2009, 20.5.2009			
Julkaisun nimi Yksityisten alojen työeläkejärjestelmän vakavaraisuussäätelyn uudistamista selvittäneen laaja-alaisen työryhmän selvitys				
Tiivistelmä Sosiaali- ja terveysministeriö asetti 20.5.2009 kaksi työryhmää (laaja- alainen ja asiantuntijatyöryhmä) selvittämään yksityisten alojen työeläkejärjestelmän vakavaraisuussäätelyn uudistustarpeita ottaen huomioon syksyllä 2008 alkanut finanssi- ja talouskriisi. Laaja-alaisen työryhmän tehtäväksi asetettiin arvioida erityisesti sijoitusmarkkinoilla tapahtuneita muutoksia ja niiden vaikutuksia sijoitustoiminnan säätelyyn sekä arvioida asiantuntijatyöryhmän valmistelemat ehdotukset eläketurvan rahoituksen kestävyiden ja kansantaloudellisten vaikutusten näkökulmista. Selvityksessä ensimmäisessä jaksossa käsitellään työeläkejärjestelmää ja sen merkitystä Suomen kansantaloudelle, työeläkkeiden rahoitukselle. Selvityksessä arvioidaan työeläkemaksujen kehitystä, maksujen rahastointia ja rahoituksen kestävyttä. Selvityksen toisessa jaksossa käsitellään työeläkejärjestelmää toteuttavien työeläkelaitosten sijoitustoimintaa sekä kotimaisilla että kansainvälisillä sijoitusmarkkinoilla. Jaksossa arvioidaan myös tyeläkelaitosten sijoitustoiminnan vaikutuksia Suomen rahoitusmarkkinoihin. Selvityksen kolmannessa jaksossa käsitellään vuonna 2007 Yhdysvalloissa alkanutta ja vuoden 2008 kansainvälisille finanssimarkkinoille laajennutta kriisiä, sen taustatekijöitä ja vaikutuksia Suomen työeläkejärjestelmään. Jaksossa myös arvioidaan sitä, minkälaisia pitkäkestoisia vaikutuksia sillä on työeläkejärjestelmän rahoitukselle. Jaksossa 3 arvioidaan työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaa ja sijoitusmarkkinoilla tapahtuneita muutoksia. Selvityksen viimeisessä jaksossa arvioidaan selvityksen muissa jaksoissa esitettyä taustaa vasten sosiaali- ja terveysministeriön nimittämän asiantuntijatyöryhmän 31.3.2010 päivättyjä esityksiä rahoituksen kestävyiden ja kansantaloudellisten vaikutusten näkökulmista. Työryhmä mm. katsoi, että vuoden 2008 lopulla säädetyn ns. määräaikaislain (853/2008) jatkaminen on omiaan tulemaan työeläkejärjestelmän rahoituksen kestävyyttä. Vakavaraisuussäätelyn läpinäkyvyyden lisäämistä pidettiin perusteltuna ottaen huomioon työeläkelaitosten keskeinen merkitys Suomen sijoitusmarkkinoilla. Samoin vakavien markkinahäiriöiden tilanteiden hallintaan liittyviä ehdotuksia pidettiin parannuksina nykytilaan. Myös katesäännösten purkamista pidemmällä aikavälillä ja työeläkelaitosten sijoitustoiminnan hallinto- ja valvontakäytäntöjen kehittämistä koskevia ehdotuksia pidettiin perusteltuna.				
Asiasanat työeläkejärjestelmä				
Bibliografiset tiedot Sosiaali- ja terveysministeriön selvityksiä 2010:12 ISBN 978-952-00- (nid.), ISBN 978-952-00- 2988-3 (PDF) ISSN 1236-2115 (painettu), ISSN 1797-9897 (verkkojulkaisu) URN:ISBN:978-952-00- 2988-3 http://urn.fi/URN:ISBN:978-952-00- 2988-3	Muut tiedot www.stm.fi/julkaisut Kokonaissivumäärä 77 Kieli suomi Hinta ei myynnissä € Luottamuksellisuus Julkinen			
Tätä julkaisua myy ja välittää Yliopistopainon kirjamyynä, http://kirjakauppa.yliopistopaino.fi/books@yliopistopaino.fi 00014 HELSINGIN YLIOPISTO Puhelin (09) 7010 2363 tai (09) 7010 2366 Fax (09) 7010 2374			Kustantaja  SOSIAALI- JA TERVEYSMINISTERIÖ	

PRESENTATIONSBLAD

Utgivare Social- och hälsovårdsministeriet	Utgivningsdatum 31.3.2010
Författare Arbetsgruppen på bred bas med uppgift att utreda behovet av att reformera solvensregleringen i fråga om arbetspensionssystemet för privata branscher Ordförande Antero Kiviniemi Generalsekreterare Mikko Huimala Sekreterare Harri Isokorpi	Uppdragsgivare Social- och hälsovårdsministeriet Projektnummer och datum för tillsättandet av organet STM066:00/2009, 20.5.2009
Publikationens titel Rapport av arbetsgruppen på bred bas med uppgift att utreda behovet av att reformera solvensregleringen i fråga om arbetspensionssystemet för privata branscher	
Referat Social- och hälsovårdsministeriet tillsatte 20.5.2009 två arbetsgrupper (en bred och en sakkunnigarbetsgrupp) för att utreda behovet av att reformera solvensregleringen i fråga om arbetspensionssystemet för privata branscher med beaktande av den finans- och ekonomiska kris som började hösten 2008. Arbetsgruppen på bred bas fick till uppgift att i synnerhet utvärdera de ändringar som skett på placeringsmarknaden och deras inverkan på regleringen av placeringsverksamheten samt att bedöma sakkunnigarbetsgruppens förslag med tanke på en hållbar finansiering av pensionsskyddet och dess nationalekonomiska inverknings. Det första avsnittet i rapporten behandlar arbetspensionssystemet och dess betydelse för Finlands nationalekonomi, finansiering av arbetspensionerna. I rapporten utvärderas arbetspensionsavgifternas utveckling, fondering av avgifterna och finansieringens hållbarhet. Det andra avsnittet behandlar placeringsverksamheten hos de arbetspensionsanstalter som administrerar arbetspensionssystemet på både den inhemska och utländska placeringsmarknaden. I avsnittet utvärderas också hur arbetspensionsanstalternas placeringsverksamhet påverkar den finländska finansieringsmarknaden. I det tredje avsnittet behandlas den kris som började år 2007 i Förenta staterna och som år 2008 bredde ut sig till den internationella finansmarknaden samt dess bakgrundsfaktorer och inverkan på vårt arbetspensionssystem. I detta avsnitt utvärderas också hurudana långsiktseffekter krisen har på finansieringen av arbetspensionssystemet. I avsnitt 3 bedöms placeringsverksamheten hos arbetspensionssystemet och ändringar som skett på placeringsmarknaden. I det sista avsnittet i rapporten utvärderas, mot bakgrund av vad som framförts i de övriga avsnitten, de förslag som den av social- och hälsovårdsministeriet tillsatta sakkunnigarbetsgruppen lagt fram 31.3.2010 med tanke på finansieringens hållbarhet och nationalekonomiska verkningar. Arbetsgruppen ansåg bl.a. att en förlängning av lagen om temporär ändring av bestämmelserna om fondering av ålderspensioner och om verksamhetskapitalet i pensionsanstalter som bedriver lagstadgad pensionsförsäkringsverksamhet (853/2008), som utfärdades mot slutet av 2008, är ägnad att stödja den hållbara finansieringen av arbetspensionssystemet. Med beaktande av arbetspensionsanstalternas centrala betydelse på den finländska placeringsmarknaden ansåg arbetsgruppen det motiverat att öka solvensregleringens öppenhet. Man ansåg likaså att de förslag som hänför sig till hantering av allvarliga marknadsstörningar innebär förbättringar jämfört med nuläget. Också förslagen om att på längre sikt upphäva bestämmelserna om täckning och förslagen om att utveckla administrativ och tillsynspraxis i fråga om arbetspensionsanstalternas placeringsverksamhet ansågs vara motiverade.	
Nyckelord arbetspensionssystemarbetspensionssystem	
Bibliografiska data Social- och hälsovårdsministeriets rapporter 2010:12 ISBN 978-952-00- (inh.), ISBN 978-952-00-2988-3 (PDF) ISSN 1236-2115 (print), ISSN 1797-9897 (online) URN:ISBN 978-952-00-2988-3 http://urn.fi/URN:ISBN:978-952-00-2988-3	Ovriga uppgifter www.stm.fi/svenka Sidoantal 77 Pris - € Språk finska Sekretessgrad Offentlig
Distribution och försäljning Universitetstryckeriets bokförsäljning http://kirjakauppa.yliopistopaino.fi/books@yliopistopaino.fi PB 4 (Berggatan 3 A) FI-00014 HELSINGFORS UNIVERSITET Tfn (09) 7010 2363 eller (09) 7010 2366 Fax (09) 7010 2374	Förlag  SOCIAL- OCH HÄLSOVÅRDSMINISTERIET

DOCUMENTATION PAGE

Publisher Ministry of Social Affairs and Health, Finland	Date 31st March 2010
Authors Broad-based Working Group for a reform of the solvency regulation regarding the private-sector earnings-related pensions scheme Chair: Antero Kiviniemi General Secretary: Mikko Huimala Secretary: Harri Isokorpi	Commissioned by Ministry of Social Affairs and Health Date of appointing the organ STM066:00/2009, 20.5.2009
Title of publication Report by the Broad-based Working Group for a reform of the solvency regulation regarding the private-sector earnings-related pensions scheme	
Summary <p>The Ministry of Social Affairs and Health set up on 20 May 2009 two working groups (a broad-based and an expert working group) to investigate the need for reform of the solvency regulation applied to the private-sector earnings-related pensions scheme taking into account the financial and economic crisis that started in autumn 2008. The Broad-based Working Group was assigned to review in particular the changes that have taken place on the investment market and their impact on the regulation of investment operations, as well as to evaluate the proposals prepared by the Expert Working Group from the point of view of the sustainable financing of pension provision and its economic impacts.</p> <p>The first section of the report deals with the earnings-related pensions scheme and its significance for Finnish national economy, i.e. the financing of earnings-related pensions. The report evaluates the development of the earnings-related pension contributions, the funding of the contributions and the sustainability of their financing. The second section of the report deals with investment operations of the employee pension institutions administering the earnings-related pensions scheme on both the domestic and international investment market. The section also evaluates the effects of employee pension institutions' investment operations on the Finnish financial market. The third section deals with the financial market crisis that began in the United States in 2007 and expanded in 2008 to the international financial market, its contributory factors and impacts on the Finnish earnings-related pensions scheme. This section also evaluates what kind of long-term effects it will have on the financing of the earnings-related pensions scheme. Section 3 reviews the investment operations of the earnings-related pensions scheme and changes on the investment market. The last section of the report evaluates, against the background presented in its other sections, the proposals of 31 March 2010 by the Expert Working Groups appointed by the Ministry of Social Affairs and Health from the perspective of sustainable financing and economic impacts.</p> <p>The Working Group considered, i.e., that extending the validity of the temporary Act amending the provisions on the funding of old-age pensions by pension institutions transacting statutory pension insurance business and on their solvency margin (so called temporary Act, 853/2008) enacted at the end of 2008 tends to underpin the sustainable financing of the earnings-related pensions scheme. Considering the vital importance of the employee pension institutions on the Finnish investment market, the Working Group considered it justified to increase the transparency of solvency regulation. The proposals related to the management of serious market disturbances were likewise regarded as an improvement compared to the present situation. The proposals for repealing the provisions on assets covering technical provisions in the long term and for developing the administrative and supervisory practices regarding the investment operations of employee pension institutions were also considered well-grounded.</p>	
Key words earnings-related pensions scheme	
Bibliographic data Reports of the Ministry of Social Affairs and Health 2010:12 ISBN 978-952-00- (pb), ISBN 978-952-00-2988-3 (PDF) ISSN 2136-2115 (print), ISSN 1797-9897 (online) URN:ISBN:978-952-00-2988-3 http://urn.fi/URN:978-952-00-2988-3	Other information www.stm.fi/ Number of pages 77 Price -€
Distribution and sales Helsinki University Print Bookstore http://kirjakauppa.yliopistopaino.fi/books@yliopistopaino.fi P.O. Box 4 (Vuorikatu 3 A) FI-00014 HELSINKI UNIVERSITY, FINLAND Tel +358 9 7010 2363 or +358 9 7010 2366 Fax +358 9 7010 2374	Language Finnish Publicity Public Financier  MINISTRY OF SOCIAL AFFAIRS AND HEALTH

Sosiaali- ja terveysministeriölle

Sosiaali- ja terveysministeriö asetti 20.5.2009 kaksi työryhmää (laaja- alainen ja asiantuntijatyöryhmä) selvittämään yksityisten alojen työeläkejärjestelmän vakavaraisuussäätelyn uudistustarpeita ottaen huomioon syksyllä 2008 alkanut finanssi- ja talouskriisi. Työryhmien on lisäksi valmisteltava tarvittavat muutosesitykset ministeriölle. Työryhmän asettamispäätös on kokonaisuudessaan tämän selvityksen liitteenä.

Laaja-alaisen työryhmän tehtäväksi asetettiin arvioida erityisesti sijoitusmarkkinoilla tapahtuneita muutoksia ja niiden vaikutuksia sijoitustoiminnan säätelyyn sekä arvioida asiantuntijatyöryhmän valmistelemat ehdotukset eläketurvan rahoituksen kestävyiden ja kansantaloudellisten vaikutusten näkökulmista.

Laaja-alainen työryhmä esittää seuraavassa selvityksensä. Työryhmän arviointi on keskittynyt sekä vuosina 2008 ja 2009 koettuun finanssikriisiin ja sen vaikutuksiin Suomen työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaan ja vakavaraisuussäätelyyn että asiantuntijatyöryhmän ehdotusten arviointiin. Tässä selvityksessä työeläkejärjestelmällä tarkoitetaan pääsääntöisesti työntekijän eläkelain mukaista etuusjärjestelmää. Muiden yksityisten alojen eläkelakeihin viitataan erikseen vain siltä osin, kuin niissä on olennaisia eroja työntekijän eläkelakiin.

Selvityksen jaksossa 1 kuvataan Suomen työeläkejärjestelmää relevanteilta osin. Jaksossa 2 arvioidaan työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaa ja sijoitusmarkkinoilla tapahtuneita muutoksia. Neljäs jakso keskittyy finanssi- ja talouskriisin syiden ja työeläkejärjestelmää koskevien seurausten arviointiin sekä säätelyn muutostarpeiden kartoittamiseen. Selvityksen viimeisessä jaksossa arvioidaan jaksojen 1-3 taustaa vasten asiantuntijatyöryhmän esityksiä niiden rahoituksen kestävyiden ja kansantaloudellisten vaikutusten näkökulmista.

Työryhmän puheenjohtajana toimi johtaja Antero Kiviniemi sosiaali- ja terveysministeriöstä ja varapuheenjohtajana johtaja Heli Backman sosiaali- ja terveysministeriöstä. Työryhmän jäseninä toimivat ylimatemaatikko Leena Väänänen sosiaali- ja terveysministeriöstä, finanssineuvos Tuulia Hakola-Uusitalo (22.1.2010 saakka) ja finanssisihteerit Lauri Taro valtiovarainministeriöstä (22.1.2010 alkaen), johtava neuvonantaja Hely Salomaa Finanssivalvonnasta, professori Eva Liljeblom Svenska handelshögskolanista, vanhempi ekonomisti Pertti Pylkkönen Suomen Panikista, tutkimuspäällikkö Eugen Koev Akavasta, asiantuntija Vesa Rantahalvari Elinkeinoelämän keskusliitosta (1.2.2010 saakka), asiantuntija Antti Tanskanen (1.2.2010 alkaen), ekonomisti Ville Kopra Suomen Ammattiliittojen Keskusjärjestö SAK:sta, ekonomisti Seppo Nevalainen Toimihenkilökeskusjärjestö STTK ry:stä, lakimies Maire Lumiaho Maa- ja metsätaloustuottajain Keskusliitto MTK ry:stä, johtaja Risto Suominen Yrittäjät ry:stä. Työryhmän pysyvinä asiantuntijoina toimivat toimitusjohtaja Esa Swanljung Työeläkevakuuttajat Tela ry:stä, toimitusjohtaja Jukka Rantala Eläketurvakeskuksesta, puheenjohtaja Hilka Häkkinen Eläkeläisliittojen etujärjestö EETU ry:stä, tutkimusjohtaja Tarmo Valkonen Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos ETLA:sta, tutkimusjohtaja Reija Lilja Palkansaajien tutkimuslaitoksesta ja toimitusjohtaja Pasi Holm Pelleron taloudellinen tutkimuslaitos PTT:stä. Työryhmän pääsihteerinä toimi asianajaja Mikko Huimala. Sihteerinä toimi matemaatikko Harri Isokorpi sosiaali- ja terveysministeriöstä.

Työryhmä on selvitystyönsä yhteydessä kuullut seuraavia asiantuntijoita: ylimatemaatikko Vesa Hänninen (Finanssivalvonta), johtava riskiasiantuntija Lasse Koskinen (Finanssivalvonta), riski-

asiantuntija Mikko Sinersalo (Finanssivalvonta), kehityspäällikkö Ismo Risku (Eläketurvakeskus), kehityspäällikkö Reijo Vanne (Työeläkevakuuttajat TELA ry), sijoitusjohtaja Hanna Hii-denpalo (Eläke-Tapiola), sijoitusjohtaja Risto Murto (Varma), ja johtaja Mikko Karpoja (Eläke-Fennia). Työryhmä kokoontui 13 kertaa.

Saatuaan työnsä päätökseen työryhmä luovuttaa selvityksensä kunnioittavasti sosiaali- ja terveysministeriölle.

Antero Kiviniemi

Heli Backman

Leena Väänänen

Lauri Taro

Hely Salomaa

Eva Liljeblom

Pertti Pylkkönen

Eugen Koev

Antti Tanskanen

Ville Kopra

Seppo Nevalainen

Maire Lumiaho

Risto Suominen

Mikko Huimala

Harri Isokorpi

YKSITYISTEN ALOJEN TYÖELÄKEJÄRJESTELMÄN VAKAVARAISUUSSÄÄNTELYN UUDISTAMISTA SELVITTÄVÄN LAAJA-ALAISEN TYÖRYHMÄN SELVITYS

1	Suomen työeläkejärjestelmä.....	8
1.1	Työeläkejärjestelmä osana sosiaaliturvan toteuttamista.....	8
1.2	Kansantaloudellinen merkitys.....	9
1.2.1	Työeläkemaksut.....	9
1.2.2	Työeläkemenot suhteessa bruttokansantuotteeseen.....	11
1.3	Työeläkkeiden rahoittaminen ja rahoituksen kestävyys.....	12
1.3.1	Työeläkemaksut.....	12
1.3.2	Maksujen rahastointi.....	13
1.3.3	Rahoituksen kestävyys.....	15
1.4	Työeläkelaitokset taloudellisina toimijoina.....	17
1.5	Työeläkejärjestelmän valvonta.....	20
1.6	Euroopan unionin oikeuden merkitys.....	21
2	Sijoittaminen Suomen työeläkejärjestelmässä.....	22
2.1	Lähtökohtia.....	22
2.2	Sijoitusinstrumentit.....	23
2.3	Sijoitusmarkkinat.....	28
2.4	Sijoitustoiminnan trendit.....	29
2.5	Sijoitustoiminnan läpinäkyvyys.....	32
2.6	Turvaava ja tuottava sijoitustoiminta.....	33
2.7	Sijoitustoiminnan sääntely.....	34
2.8	Sijoitustoiminnan merkitys työeläkemaksutason kannalta.....	36
2.9	Työeläkelaitosten sijoitustoiminnan merkitys Suomen rahoitusmarkkinoilla.....	37
3	Kansainvälinen rahoitusmarkkinakriisi ja sen seuraukset.....	40
3.1	Mitä tapahtui?.....	41
3.2	Finanssikriisin taustatekijät.....	43
3.2.1	Keskuspankkien korkopolitiikka ja reaalkorkotaso.....	44
3.2.2	Vaihtotaseiden epätasapaino.....	45
3.2.3	Uudet finanssituotteet.....	46
3.2.4	Finanssimarkkinoiden riskiympäristön muutokset.....	46
3.2.5	Sääntelyn ja valvonnan epäonnistuminen.....	48
3.2.6	Yhteenvetoa.....	51
3.3	Kriisin seurannaisvaikutukset työeläkejärjestelmän kannalta.....	51
3.3.1	Vaikutukset vakuutusosalalle yleisesti.....	51
3.3.2	Vaikutukset Suomen työeläkejärjestelmään.....	52
3.4	Vuoden 2008 määräaikalaki.....	56
3.5	Määräaikalain vaikutukset Suomen työeläkejärjestelmään.....	59
3.6	Kriisin pitkän aikavälin merkityksestä.....	60
3.7	Sijoitustoiminnan sääntelyn ja valvonnan kehittäminen.....	61
4	Asiantuntijatyöryhmän ehdotusten arviointi.....	65
4.1	Määräaikalain jatkaminen.....	65
4.2	Arvio asiantuntijatyöryhmän ehdotuksista vakavaraisuussääntelyn kehittämiseksi.....	69

LÄHTEET

LIITE 1: Valtiovarainministeriön lausuma

1 Suomen työeläkejärjestelmä

1.1 Työeläkejärjestelmä osana sosiaaliturvan toteuttamista

Suomen eläkejärjestelmän tavoitteena on väestön toimeentulon turvaaminen vanhuuden, työkyvyttömyyden ja perheenhuoltajan kuoleman varalta. Pakollinen lakisääteinen eläketurvajärjestelmä sisältää *työeläkkeen* ja *kansaneläkkeen*.

Työeläkejärjestelmä takaa työuran aikaisiin tuloihin suhteutetut, aikaisemman kulutustason kohtuullisessa määrin turvaavat eläkkeet kaikille palkansaajille ja yrittäjille. Kansaneläkejärjestelmä täydentää työeläkejärjestelmää tarjoamalla vähimmäiseläkkeen kaikille maassa asuville.¹

Suomen työeläkejärjestelmä muodostuu useista eläkelaeista, jotka yhdessä kattavat talouden eri sektorit. Käytännössä kaikkien 18 – 67 -vuotiaiden henkilöiden palkansaajana tai yrittäjänä tekemä työ on vakuutettu jonkin eläkelain mukaan.

Yksityisten alojen työeläkelakeihin lukeutuu työntekijän eläkelaki (395/2006; TyEL), merimieseläkelaki (1290/2006; MEL), yrittäjien eläkelaki (1272/2006; YEL) ja maatalousyrittäjien eläkelaki (467/1969; MYEL). Lisäksi julkisen puolen työntekijöille on erilliset eläkelainsäädäntönsä ja erilliset työeläkelaitoksensa.

Työeläkejärjestelmä on hallinnoltaan hajautettu. Työeläketurvaa hoitavat yksityisellä sektorilla työeläkevakuutusyhtiöt, eläkekassat ja eläkesäätiöt sekä maatalousyrittäjien ja merimiesten erityiseläkelaitokset. Eläketurvakeskus toimii työeläkelaitosten yhteistoimintaelimenä ja laitosten toimintaa valvovat sosiaali- ja terveysministeriö sekä Finanssivalvonta.

Työeläkettä kertyy 18-68 ikävuoden aikana koko työuran ansioista. Eläke lasketaan kunkin vuoden ansion ja ikää vastaavan karttumisprosentin² mukaan. Vuosiansiot tarkistetaan palkkaker-toimella, johon ansioiden kehitys vaikuttaa 80 % ja hintojen 20 %. Työntekijän ansioista vähennetään työntekijän eläkemaksu, joka on 53 vuotta täyttäneellä 5,7 % ja sitä nuoremmalla 4,5 % vuonna 2010. Työeläkettä karttuu myös tiettyjen sosiaalietuusjaksojen aikana.³ Vuodesta 2010 alkaen työeläkejärjestelmässä käyttöön otettu ns. elinaikakerroin vaikuttaa eläkkeisiin ja se koskee vuonna 1948 ja sen jälkeen syntyneitä.⁴ Työeläkkeen etuuslajeja ovat:

- vanhuuseläke;
- työkyvyttömyyseläke;

¹ Näiden pakollisten järjestelmien lisäksi työntekijät voivat hankkia vapaaehtoisia lisäeläkejärjestelyjä. Eräät työnantajat myös tarjoavat työntekijöilleen lisäeläkkeitä osana palkkausjärjestelmänsä.

² Karttumisprosentti, joka nousee iän myötä, on 18-52-vuotiaana 1,5 % ansioista vuodessa, 53-52-vuotiaana 1,9 % ansioista vuodessa ja 63-68-vuotiaana 4,5 % ansioista vuodessa. Jos eläkkeensaaja työskentelee eläkkeen rinnalla työstä karttuu uutta eläkettä 1,5 % vuosiansioista.

³ Näitä ovat etenkin vanhempainpäiväraha, vuorotteluvapaa, ansiosidonnainen työttömyyspäiväraja ja rinnasteiset koulutusjaksot sekä sairauspäiväraha.

⁴ Elinaikakerroin on *vanhuuseläkkeen* määrään vaikuttava mekanismi, jolla varaudutaan eliniän pitenemiseen. Mikäli keskimääräinen elinikä jatkaa nousuaan, elinaikakerroin pienentää kuukausieläkkeitä. Esimerkiksi vuonna 1948 syntyneillä elinaikakerroimen vaikutus kuukausieläkkeeseen on vajaa prosentti. Elinajan pitenemisen johdosta koko elinaikana nautittu eläke arvioidaan pysyvän kuitenkin keskimäärin yhtä suurena kuin vuonna 2009 eläkkeelle siirtyneiden eläke. Elinaikakerrointa sovelletaan myös *työkyvyttömyyseläkkeisiin*, mutta lievemmin. Käytettävä kerroin on eläketapahtumavuodelle vahvistettu kerroin ja sitä sovelletaan vain työkyvyttömyyden alkamiseen mennessä ansaittuun eläkkeen osaan. Työkyvyttömyyseläkkeen muuttuessa vanhuuseläkkeeksi elinaikakerrointa ei enää sovelleta uudelleen, sen sijaan osa-aikaeläkkeen jälkeiseen vanhuuseläkkeeseen kerrointa sovelletaan.

- osa-aikaeläke;
- perhe-eläke; ja
- työttömyyseläke (etuslaji poistuu vuonna 2012)⁵.

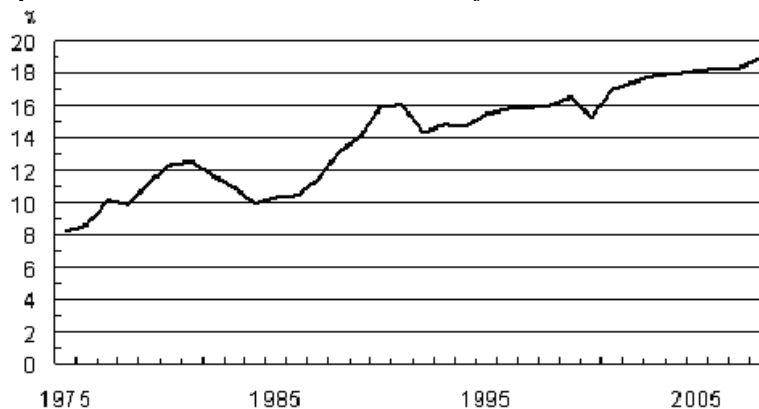
1.2 Kansantaloudellinen merkitys

1.2.1 Työeläkemaksut

Suomen työeläkejärjestelmän pakolliset maksut sekä siihen rahastoidut ja sen kautta jaettavat varat muodostavat huomattavan osan Suomen kansantalouden varallisuudesta ja varainkäytöstä.

Työeläkemaksut muodostavat merkittävän taloudellisen menoerän niiden maksajille (vakuutetuille ja vakuutuksenottajille). Työeläkemaksut merkitsevät palkan osan siirtämisestä käytettäväksi vanhuusiässä. Tästä syystä ne ovat luonteeltaan erilaisia kuin esimerkiksi kunnallistaikka valtion verotus. Siitä huolimatta työeläkemaksutasolla on vastaavia vaikutuksia esimerkiksi yritysten kilpailukykyyn ja palkansaajien ostovoimaan kuin verotuksella. Tätä työeläkemaksujen ja verotuksen aiheuttamaa kokonaisvaikutusta voidaan hahmottaa laskemalla yhteen työeläkemaksujen ja verojen aiheuttama rasitus, jolloin ne tällaisessa laskelmassa muodostaisivat noin viidenneksen vuosittaisesta maksurasituksesta:

Työeläkemaksut, % kaikista veroista ja veroluontoisista maksuista

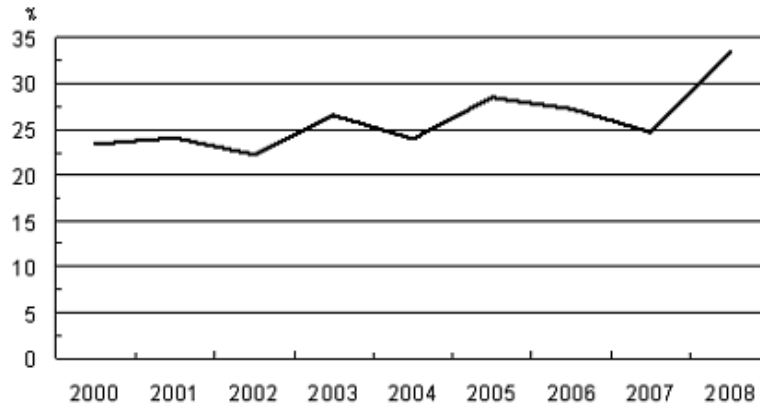


Lähde: Valtiovarainministeriö

Työeläkemaksut ovat keskeisin säästämisen muoto Suomen kansantaloudessa. Arviolta neljännes koko Suomen talouden säästämisestä tulee työeläkesektorista:

⁵ Työttömyyseläkkeen saa ennen vuotta 1950 syntynyt työntekijä, joka on täyttänyt 60 vuotta. Jos työttömyyseläkkeen saantiehtot täyttyvät 62 ikävuoden jälkeen, henkilölle myönnetään työttömyyseläkkeen sijasta vanhuuseläke. Se on ansaitun eläkkeen suuruinen. Lisäksi työttömyyseläkkeen edellytyksenä on, että työntekijä on saanut työttömyyspäivärahaa työttömyysturvalaissa säädetyn enimmäisajan ja on ollut ansiotyössä 5 vuoden ajan viimeisen 15 vuoden aikana sekä osoittaa työvoimaviranomaisen todistuksella, ettei hänelle voida osoittaa sopivaa työtä.

Työeläkesäästämisen osuus koko talouden säästämisestä (%)



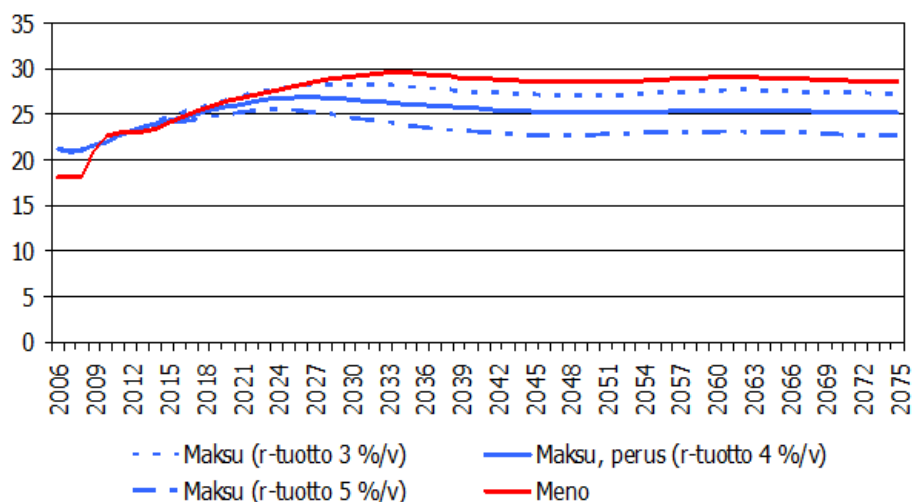
Lähde: Valtiovarainministeriö

Työeläkemaksuin kerätyt säästöt mahdollistavat työeläkelaitosten sijoitustoiminnan. *Sijoitustoiminnan välitön tavoite on hillitä maksutason kasvupainetta mahdollisimman turvaavien ja tuotavien sijoitustuottojen hankkimisella.* Eläkkeiden rahastointi ja sijoitustoiminta vähentää sukupolvien välisten demografisten erojen aiheuttamaa maksurasitusta, sillä syntyvyys on Suomessa kääntynyt viime vuosisadan puolivälin jälkeen laskuun. Työeläkelaitosten sijoitustoiminnalla on myös huomattava kansantaloudellinen merkitys työeläkkeiden maksamiskyvystä huolehtimisen lisäksi. Suomen elinkeinoelämään kohdistuvilla eläkevarojen sijoittamisella on mahdollista lisätä kansantalouden kasvua.

Työeläkesijoitukset vaikuttavat kansantalouden kasvua voimistavasti. Toisaalta samaan aikaan yrityksiltä ja työntekijöiltä perittävät työeläkemaksut heikentävät yritysten mahdollisuuksia toimintansa laajentamiseen. Työeläkemaksuilla ja sijoitusten tuotoilla on katettava työeläkemenot. Työeläkelaitosten hallinnassa olevilla varoilla voidaan myös tasoittaa työeläkemaksun kehitystä ja rajoittaa nousupainetta.

Eläketurvakeskuksen arvion mukaan *työeläkemenot* prosentteina palkkasummasta tulevat nousemaan edelleen tulevina vuosikymmeninä. Nousupaineeseen vaikuttaa väestön ikääntymisen, työurien pituuden, palkkasumman kehittymisen ja eliniän pidentymisen ohella työeläkelaitosten sijoitustoiminnan kannattavuus. Työeläkelaitosten sijoitusten reaalityttö vaikuttaa työeläkemaksun tasoon noin 2,5 prosenttiyksikköä per 1 % reaalitytön lisäystä:

TyEL-meno ja -maksu reaalitytön mukaan prosentteina palkkoista 2006-2075



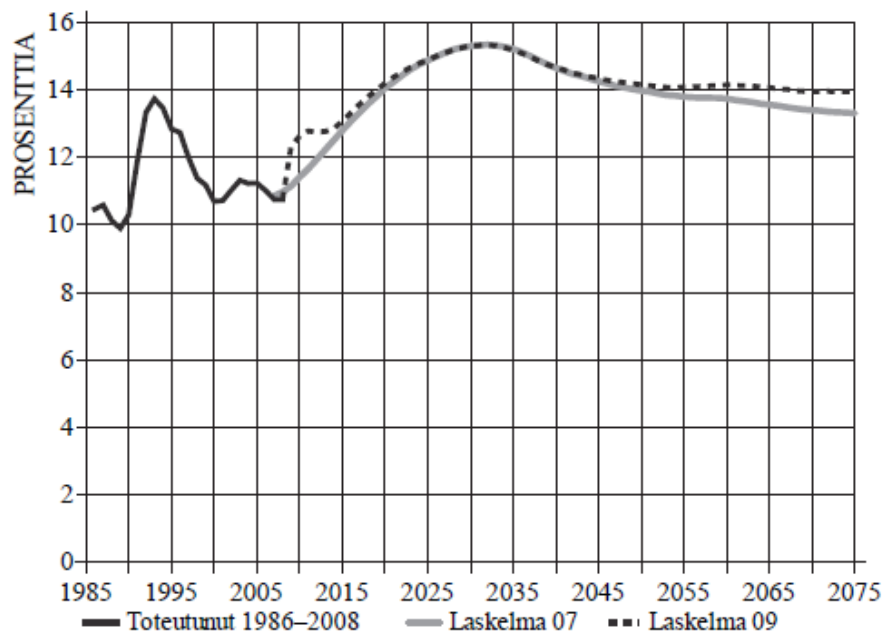
Lähde: Eläketurvakeskus

Keskimääräisen eliniän pidentyminen, suuren ikäluokkien eläkkeelle siirtyminen sekä alentunut syntyvyys lisäävät painetta työeläkemaksutason nostoon, mikäli muutoksia työeläkkeen sisältöön ei tehdä. Sijoitustoiminnan tuotoilla on siten mahdollista supistaa maksu- ja menotason välistä eroa.

1.2.2 Työeläkemenot suhteessa bruttokansantuotteeseen

Työeläkemenon osuus Suomen bruttokansantuotteesta on huomattava: se vastaa tällä hetkellä noin 11 prosenttia bruttokansantuotteesta.⁶ Vanhuuseläkkeiden osuus työeläkemenosta on noin 70 %, työkyvyttömyyseläkkeiden 15 % ja 15 % eläkemenosta jakautui muille etuuslajeille.⁷ Eläkemenojen osuuden bruttokansantuotteesta arvioidaan kasvavan vuoteen 2030 saakka, minkä jälkeen sen arvioidaan alenevan tasaisesti lähinnä julkisen sektorin eläkemenojen vähentymisen seurauksena.

Lakisääteiset kokonaiseläkemenot (prosenttia bruttokansantuotteesta) vuosina 1986–2075.



Eläketurvakeskus arvioi finanssikriisiä edeltäneessä, vuoden 2007 laskelmassaan kokonaiseläkemenojen kehityksen lähes samanlaiseksi kuin vuonna 2009 julkaisemassaan laskelmassa. Finanssikriisi ja sitä seurannut taloustaantumia on kuitenkin nostanut vuoden 2009 ja sitä seuraavien vuosien työeläkemenojen osuutta bruttokansantuotteesta kansantalouden supistumisen johdosta.

Lähde: Eläketurvakeskus

Bruttokansantuotetta ja sen kehitystä voidaan käyttää myös sen arvioinnissa, missä määrin työeläkejärjestelmän rahoitusta on mielekästä järjestää rahastoinnin kautta (toisin sanoen työeläkemenoja ei kateta yksinomaan saman vuoden aikana kertyneillä työeläkemaksuilla). Työeläkejärjestelmän rahoituksesta aiheutuvien kustannusten kannalta työeläkerahastojen kartuttaminen on tässä tarkastelussa mielekästä, mikäli *eläkevarojen tuottoaste ylittää bruttokansantuotteen kasvuvauhdin*. Vertailukohtana voi myös olla palkkasumman kasvuvauhti. Jos työeläkevarojen tuottoaste olisi alle palkkasumman kasvuvauhdin, saattaisi olla taloudellisesti perusteltua järjestää työeläkemaksujen rahoitus kokonaisuudessaan vasta myöhemmin kertyvällä tulolla. Eläkkeiden rahastoinnin tarkoituksenmukaisuuteen vaikuttaa kuitenkin useita tekijöitä. Siinäkin tapauksessa,

⁶ Eläketurvakeskuksen raportteja 2009:4; Lakisääteiset eläkkeet, Pitkän aikavälin laskelmat 2009, s. 10.

⁷ Sosiaali- ja terveysministeriön selvityksiä 2008:38; Kansallisen sosiaalisen suojelun ja osallisuuden strategiaraportti vuosille 2008–2010, s. 60.

että eläkevarojen tuottoaste alittaisi pitkällä aikajänteellä palkkasumman kehityksen, jonkinasteinen rahastointi voisi olla tarpeen vuosittaisen työeläkemaksutasojen vaihtelun tasoittamiseksi.

Eläkevarojen tuottoasteen pitäminen maksettujen palkkojen kasvuvauhdin yläpuolella arvioidaan olevan tulevaisuudessakin mahdollista. Vuonna 2007 alkaneen finanssikriisin ja sitä seuranneen taloustaantumien johdosta bruttokansantuotteen kasvuvauhti on vuonna 2009 negatiivinen eikä ole mahdollista pois sulkea sitä, etteikö kasvuvauhti olisi negatiivinen vielä vuonna 2010 tai sitä seuraavina vuosina. Toisaalta myös eläkesijoitusten tuotto on ollut vuonna 2008 voimakkaasti negatiivinen.⁸ Se on kuitenkin kääntynyt positiiviseksi jo vuoden 2009 kuluessa ja se jälleen ylittää bruttokansantuotteen kasvuvauhdin. Bruttokansantuotteen nimellinen kasvu oli 4,3 % ja reaalinen 2,7 % vuodessa keskimäärin aikavälillä 1997-2009. Samalla aikavälillä yksityisalojen työeläkevarojen vuosien yli pääomapainottamattomat sijoitustuotot olivat keskimäärin nimellisesti 5,8 % ja reaalisesti 4,1 prosenttia vuodessa. Yksityisalojen palkkasumma kasvoi nimellisesti keskimäärin 5,3 prosenttia vuodessa vuosina 1997-2009. Rahastointi on siis tällä aikavälillä vähentänyt tämän tarkastelun perusteella työeläkemaksujen maksurasitusta kyseisellä aikavälillä.

Taloussyklin tasaantuessa on todennäköistä, että Suomen bruttokansantuotteen kasvuvauhti taasoittuu alle 2 prosenttiin vuodessa.⁹ Suhteellisen matala kasvuvauhti johtuu muun ohella väestön ikääntymisestä.¹⁰ Talouskasvun oletetaan perustuvan yksinomaan tuottavuuden kasvuun. Työeläkevarojen sijoitustoiminnassa yli 2 prosentin reaalityötöt on pitkällä tähtäimellä mahdollista saada kansainvälisiltä pääomamarkkinoilta. Suomen työeläkejärjestelmän pitkän aikavälin laskelmat on vakiintuneesti tehty noin 3-4 prosentin reaalityötö-odotuksella ja tuottotaso on ylittänyt tämän selkeästi ennen finanssikriisin alkamista. Vaikka vuoden 2008 tappioiden johdosta työeläkelaitosten sijoitusten tuottotaso laski hetkellisesti alle neljän prosentin keskimääräisen tuottotason tarkasteltaessa ajanjaksoa 1997 alkaen, vuoden 2009 korkeiden sijoitustuottojen seurauksena työeläkelaitosten keskimääräinen tuottotaso on jälleen yli neljä prosenttia kyseisellä ajanjaksolla.

Työeläkemaksujen rahastoinnilla on myös muita hyötyjä kuin välitön eläkemaksutason pitkän aikajakson alentaminen. Työeläkerahastoista on toistaiseksi seurannut noin 2-3 prosentin vuosittainen ylijäämä Suomen julkiseen talouteen, mikä luo kansalliselle finanssipolitiikalle merkittävää liikkumavaraa EMU-velvoitteiden noudattamisessa.¹¹ Lisäksi kerättyä suhdannepuskuria on mahdollista purkaa taantumien aikana. Taantumien aikana sekä palkkasumma että sijoitustuotot putoavat, mutta eläkemenot eivät. Ilman puskurointia työeläkemaksuja olisi korotettava laskusuhdanteessa, joka osaltaan voimistaisi taantumaa ja sen haitallisia vaikutuksia kansantalouden suorituskyvylle.

1.3 Työeläkkeiden rahoittaminen ja rahoituksen kestävyys

1.3.1 Työeläkemaksut

Työeläkejärjestelmien rahoitus perustuu pääsääntöisesti työnantajan ja työntekijän maksamiin eläkevakuutusmaksuihin. Eläkejärjestelmät toimivat joko *jakojärjestelminä* (eläkemenot rahoitetaan kunkin vuoden eläkemaksuina), *rahastoivina järjestelminä* (eläkemenot rahoitetaan kokonaisuudessaan rahastoiduilla varoilla ja niiden tuotoilla)¹² taikka näiden *yhdistelminä*.

⁸ Työeläkesijoitusten tuotto vuonna 2008 oli Eläketurvakeskuksen ja Työeläkevakuuttajat TELA:n laskelmien mukaan keskimäärin -16,4 %.

⁹ Valtiovarainministeriö, Suomen vakausohjelman tarkistus 2009, (6a/2010) , s. 54.

¹⁰ 2009 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008-2060).

¹¹ Tämä vaikutus kuitenkin poistuu lähes kokonaisuudessaan tai muuttuu negatiiviseksi vuoteen 2030 mennessä.

¹² Eläkevastuun rahastointi etukäteen pienentää tulonsiirtoa, joka syntyy siitä että eläkejärjestelmää perustettaessa eläkkeitä maksetaan niillekin jotka eivät ole vielä maksaneet eläkemaksua. Eläkemaksu on rahastoinnin vuoksi aluk-

Suomen yksityisalojen palkansaajien eläkelaeissa sovelletaan osittain rahastoivaa tekniikkaa. Rahastoimattomat eläkkeet ja eläkeosat kustannetaan jakojärjestelmällä.

Työntekijän eläkelain mukaisen työeläkemaksun määräytymisen pääperiaate on eläkelaitostyy-
pistä riippumatta sama: työeläkemaksuna kerätään määrä, joka eläkelaitoksen muiden tuottojen
kanssa riittää kattamaan:

- tilivuoden eläkemenon;
- rahastoitavan eläkevastuun;
- hoitokulut ja lakisääteiset maksut; sekä
- saamatta jääneistä työeläkemaksuista koituvat maksutappiot.

Vaikka työntekijän eläkelain mukainen eläkemaksu on määräytymisperusteiltaan lähtökohtaisesti kaikille laitoksille yhteinen, maksun määrä tosiasiaassa vaihtelee sekä eläkelaitoksittain että työn-
antajittain eläkelaitoksen sisällä. Maksutasoon vaikuttaa eläkelaitoksen muoto (yhtiö, säätiö tai
kassa), laitoksen hoitokustannusten määrä ja se, missä määrin työeläkelaitos on onnistunut sijoi-
tustoiminnassaan. Eläkelaitoksen vakavaraisuus, sijoitustoiminnan tuottotaso yhdessä työeläke-
laitoksen hoitokustannusten kanssa määrittää myös sen, missä määrin eläkelaitos voi antaa alen-
nuksia työeläkemaksusta eli jakaa ns. asiakashyvityksiä.

Työntekijän eläkelain mukainen maksu ilman alennuksia arvioidaan olevan keskimäärin 22 pro-
senttia lain mukaisista palkoista vuonna 2010. Alennukset mukaan lukien maksuprosentti olisi
21,6. Luvut sisältävät työntekijöiden maksuosuudet, jotka ovat alle 53-vuotiailla 4,5 % ja sitä
vanhemmilla 5,7 % palkoista. Maksuissa on otettu huomioon keskimääräinen asiakashyvitys 0,3
%.¹³

1.3.2 Maksujen rahastointi

Työntekijän eläkelain mukaista vanhuuseläkettä rahastoidaan eläkkeen karttuessa ikävälillä 18-
54 vuotta.¹⁴ Työkyvyttömyyseläkkeitä rahastoidaan eläkkeen alkaessa. Valtaosa eläkerahastoista
on kerätty vanhuuseläkkeiden maksamisen varalle.

Eläkelaitokset laskevat henkilötasolla rahastoitujen eläkkeen osien aiheuttaman vastuuvelan
määrän yhteisillä laskuperusteilla, joihin sisältyy vastuuvelan laskennassa käytettävä 3 prosentin
diskonttokorko. Vastuuvelan katteena eläkelaitoksilla on oltava vastaava määrä varallisuutta.
Vastuuvelan ylittävä määrä eläkelaitosten varoista on toimintapääomaa, jonka avulla työeläkelai-
tokset varautuvat rahastoidun varallisuuden sijoittamiseen liittyviin riskeihin.¹⁵

si korkeampi kuin puhtaassa jakojärjestelmässä. Samalla se tekee järjestelmän vähemmän herkäksi eläkemaksujen
maksajien ja eläkkeensaajien määrän muutokselle.

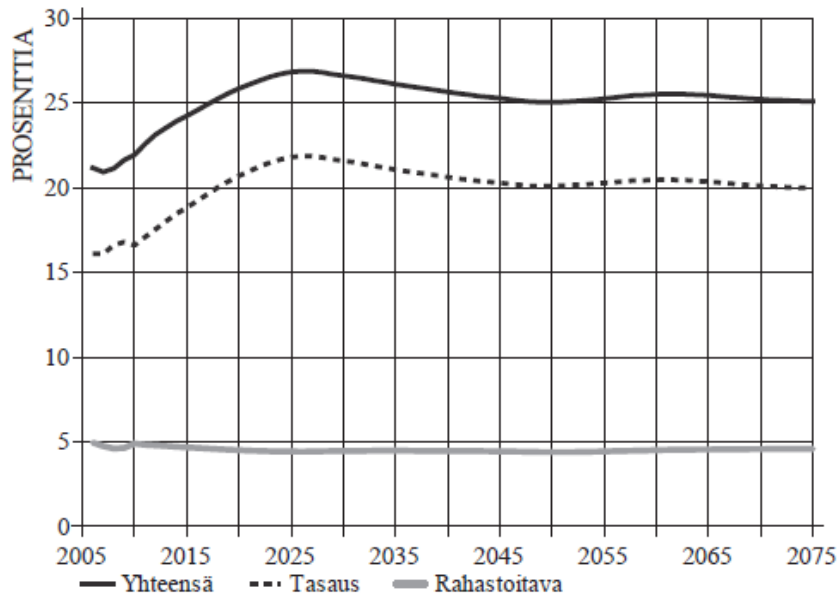
¹³ MEL-maksu oli 22 prosenttia palkoista vuonna 2009. Se on pysynyt saman vuodesta 2005 lähtien. YEL-maksun
sekä MyEL-maksun arvioidaan muodostuvan vuonna 2010 keskimäärin 21,2 prosentiksi alle 53-vuotiailla ja sitä
vanhemmilla 22,4 prosenttia työtulosta. YEL-maksu lasketaan yrittäjän henkilökohtaisen YEL-työtulon perusteella.
Valtio osallistuu YEL- ja MyEL-eläkkeiden kustannuksiin. Vuonna 2010 valtion osuus on arviolta 15,1 prosenttia
arvioidusta yrittäjäeläkemenosta ja maatalousyrittäjän eläkelain mukaisista kokonaiskustannuksista 76,5 prosenttia.
MyEL-menon korkea valtionosuus johtuu MYEL:n matalasta maksutasosta ja epäedullisesta ikärakenteesta. Keski-
määräinen MyEL-maksu on noin puolet TyEL-maksusta.

¹⁴ MEL-, MYEL- ja YEL-maksujen rahastoinnista säädetään erikseen. MEL:n mukaiset eläkemenot rahoitetaan
työnantajien, työntekijöiden ja valtion osuudella, joista jokaisella on kolmanneksen rahoitusvastuu. Yrittäjien ja
maatalousyrittäjien eläkemenot rahoitetaan vuotuisen maksutulon ja valtion osuuden avulla. Valtionosuudeksi jää se
osa eläkemenosta, johon vakuutusmaksutulo ei riitä. YEL:n vakuutusmaksu vastaa likimain keskimääräistä TyEL-
maksua.

¹⁵ Toimintapääomalla työeläkelaitos kattaa myös mahdolliset oman toimintansa tappiot.

Vuosittain rahastoitava osuus työntekijän eläkelain mukaisista maksuista on noin neljäsnes. Loppuosuus on pääosin ns. tasaosaa, jolla rahoitetaan jakojärjestelmän mukaisesti aiheutuvat vuosittaiset eläkemeno. Suhteutettuna keskimääräiseen palkkaan rahastoitava osuus on noin 5 prosenttia palkasta ja sen arvioidaan pysyvän samana jatkossa. Tasaosaa on tällä hetkellä noin 17,1 prosenttiyksikköä ja sen arvioidaan nousevan vuoteen 2025 mennessä noin 22 prosenttiyksikköön:

TyEL-maksuprosentti vuosina 2006–2075, kokonaismaksu sekä tasaosaa rahastoitava osa.



Lähde: Eläketurvakeskus

Rahastonsiirtovelvoite. Jos eläkevarojen tuotto ylittää järjestelmässä säädetyn rahastonsiirtovelvoitteen, ylijäämä siirretään eläkelaitosten toimintapääomaksi kasvattamaan eläkelaitosten vakavaraisuutta.

Rahastonsiirtovelvoite koostuu kolmesta osasta: *rahastokorko* (3 %), *täydennyskerroin* ja *osaketuottokerroin*. Täydennyskerroin määräytyy eläkelaitosten keskimääräisen vakavaraisuuden perusteella. Osaketuottokerroin määräytyy puolestaan eläkelaitosten keskimääräisen osaketuoton perusteella.

Sijoitustuottojen määrä vaikuttaa vanhuuseläkevastuun kasvuun, koska vanhuuseläkevastuiden rahastoituja osia korotetaan vuosittain eläkelaitosten keskimääräisen vakavaraisuusaseman perusteella. Korotuksen seurauksena eläkelaitosten vastuovelka kasvaa ja vakavaraisuus alenee.

Osaketuottosidonnainen lisävakuutusvastuu. Vuoden 2007 uudistuksen yhteydessä rahastonsiirtovelvoitteeseen sisällytettiin siirrot uuteen kollektiiviseen puskurirahastoon, minkä mukaan osa työeläkelaitosten osakesijoitusten tuotoista puskuroidaan *osaketuottosidonnaiseen lisävakuutusvastuuseen*.

Osaketuottosidonnaisen lisävakuutusvastuun määräytyminen perustuu eläkelaitosten noteerattujen osakesijoitusten keskimääräiseen painotettuun tuottoon. Keskimääräisestä tuotosta lasketaan osaketuottokerroin. Osaketuottokertoimen mukainen osuus vastuuvelan kymmenesosasta siirretään vuosittain osaketuottosidonnaiseen lisävakuutusvastuuseen.¹⁶

¹⁶ Jos osaketuotot ovat negatiivisia, siirrettävä määrä vähennetään osaketuottosidonnaisesta lisävakuutusvastuusta.

Eläkelaitokset tasaavat vuosittain osaketuottosidonnaisen puskurirahaston siten, että puskurirahasto suhteessa eläkelaitoksen vastuuvelkaan on samansuuruinen kaikilla laitoksilla. Osaketuottosidonnaisen puskurirahaston minimi on –10 prosenttia ja maksimi +5 prosenttia vastuuvelasta. Jos puskurirahasto alittaa –10 prosentin rajan, eläkelaitosten on täydennettävä rahastoa toimintapääomistaan. Jos puskurirahasto ylittää viiden prosentin rajan, ylittävä osa siirretään vanhuuseläkevastuusiin. Kollektiivisen osaketuottosidonnaisen puskurirahaston avulla työeläkesijoittamisessa on vuodesta 2007 alkaen ollut mahdollista tavoitella aiempaa korkeampia sijoitustuottoja sijoitusriskiä lisäämällä.

1.3.3 Rahoituksen kestävyys

Julkisen talouden kestävyyttä koskevassa vakiintuneessa terminologiassa rahoituksen kestävyydellä yleensä tarkoitetaan sitä, että nykyisen maksutason olisi odotusarvoisesti oltava riittävä tulevien menojen rahoitukseen. Yksityisten alojen työeläkejärjestelmässä tulevien menojen määrään vaikuttavat useat eri tekijät. Tulevien menojen rahoittamiseen varaudutaan sekä nykyisillä maksuilla että työeläkelaitosten sijoitustoiminnasta saaduilla tuloilla.

Työeläkejärjestelmän rahoituksen kestävyys haasteet liittyvät ennen kaikkea väestön ikääntymiseen. Väestörakenteen ikääntyminen on seurausta suurten ikäluokkien vanhenemisesta, alhaisesta syntyvyydestä ja elinajan pitenemisestä. Väestön ikääntyminen lisää yhtäältä eläkkeensaajien lukumäärää ja toisaalta alentaa työllisten määrää. Työllisyysasteeseen vaikuttaa ratkaisevasti Suomen talouskehitys sekä työurien pituus. Suomen talous on kehittynyt vuoteen 2008 saakka myönteisesti, mikä on osaltaan myötävaikuttanut siihen, että työeläkemaksua ei lyhyellä aikavälillä ole korotettu. Työllisyyskehitys ja työeläkevarojen tuottoaste on myös vuoteen 2008 saakka ollut hyvä.

Työeläkevarojen tuottoasteella on olennainen vaikutus sekä työeläkemenoihin että –maksuihin:

TyEL-meno, -maksu ja –varat (prosenttia palkkasummasta) eri tuotto-oletuksilla

	Meno			Maksu			Varat		
	Matala tuotto (3 %)	Perus (4 %)	Korkea tuotto (5 %)	Matala tuotto (3 %)	Perus (4 %)	Korkea tuotto (5 %)	Matala tuotto (3 %)	Perus (4 %)	Korkea tuotto (5 %)
2008	18,1	18,1	18,1	21,1	21,1	21,1	148	148	148
2010	22,6	22,6	22,6	21,9	21,9	21,9	171	173	175
2015	23,9	24,0	24,0	24,6	24,2	23,9	167	176	186
2020	26,5	26,5	26,6	26,5	25,9	24,9	175	191	208
2025	27,9	28,0	28,1	27,9	26,8	25,4	180	202	225
2030	29,0	29,1	29,3	28,3	26,6	24,6	186	211	238
2050	28,4	28,7	29,0	27,1	25,1	22,7	189	219	249
2075	28,4	28,7	29,1	27,2	25,1	22,6	199	234	270

Lähde: Eläketurvakeskus

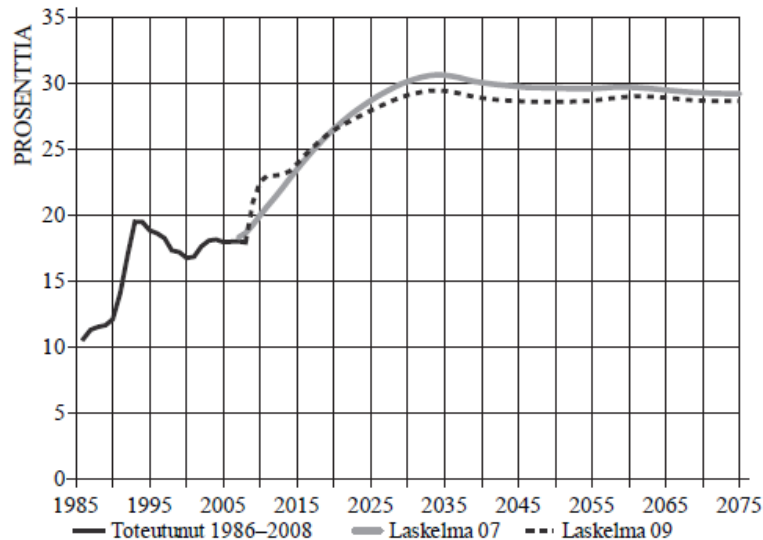
Vuoden 2008 finanssi- ja talouskriisin aiheuttama sijoitusmarkkinoiden heikentyminen ja siitä työeläkelaitoksille seuranneet tappiot alensivat työeläkevarojen pidemmän aikavälin tuottotasoa.

Vuoden 2009 korkeat sijoitustuotot ovat kuitenkin palauttaneet työeläkejärjestelmän rahoitusaseman lähelle vuoden 2007 tilannetta. Ajanjaksolla 1997-2007 yksityisalojen työeläkevarojen sijoitusten nimellinen keskituotto oli 7,2 % ja reaaliuotto 5,4 %. Vuoden 2008 sijoitustuotot olivat -15 (nimellinen) ja -17,8 (reaalinen). Kun vuoden 2008 sijoitustappiot huomioidaan, yksityisalojen työeläkevarojen sijoitustuotto oli ajanjaksolla 1997-2008 4,4 % (nimellinen) ja 2,5 % (reaalinen). Vuoden 2009 korkeat tuotot nostivat nimellistuotot 5,3 %:iin ja reaaliuotot 3,7 %

vuosien 1997-2009 vuosikeskiarvoksi.¹⁷ Finanssikriisillä ja sitä seuranneella taloustaantumalla saattaa kuitenkin olla myös vuoden 2008 sijoitustappioiden ohella pidempikestoisia vaikutuksia muun ohella eri sijoitusinstrumenttien tulevaan tuottotasoon ja niiden keskinäiseen korrelaatioon.¹⁸

Työeläkemenon taso ja sen kehitys. Työntekijän eläkelain nojalla maksettavat etuudet suhteessa palkkasummaan nousevat arviolta vuoden 2008 18,1 prosentin tasosta noin 11 prosenttiyksikköä vuoteen 2030 mennessä¹⁹. Tämän jälkeen menoprosentti ei muutu oleellisesti.

TyEL/TEL-, LEL- ja TaEL-meno (prosenttia palkkasummasta) vuosina 1986–2075.



Eläketurvakeskus arvioi finanssikriisiä edeltäneessä, vuoden 2007 laskelmassaan työeläkemenojen kehityksen lähes samanlaiseksi kuin vuonna 2009 julkaisemassaan laskelmassa. Finanssikriisi ja sitä seurannut taloustaantuma on kuitenkin madaltanut vuoden 2009 ja sitä seuraavien vuosien palkkasummaa, mistä syystä työeläkemaksujen osuus on tällöin aiemmin ennakoitua korkeampi. Toisaalta Eläketurvakeskuksen vuoden 2009 laskelmassa on käytetty Tilastokeskuksen päivitettyä arviota väestölaskelmasta, jonka johdosta pidemmän aikavälin menoprosentti on alempi kuin vuoden 2007 laskelmassa.

Lähde: Eläketurvakeskus

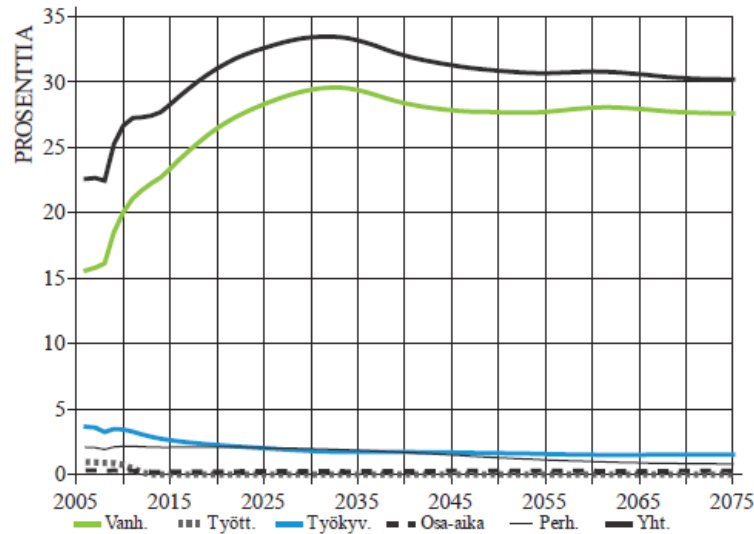
Pääosa työeläkemenoista on vanhuuseläkkeitä. Muiden etuuslajien merkitys työeläkemenoista on suhteellisen vähäinen. Tilanne säilyy vastaavana myös jatkossa.

¹⁷ Tuottotiedot ovat pääomapainottamattomia eli vertailukelpoisia bruttokansantuotteen kasvua ja osakeindeksejä koskeviin lukuihin. Pääomapainottamattomat tuottotiedot esitetään selvityksen sivulla 69.

¹⁸ Finanssikriisin vaikutuksia työeläkemaksutasoon käsitellään jäljempänä jaksossa 4.

¹⁹ Eläketurvakeskuksen raportteja 2009:4; Lakisääteiset eläkkeet, Pitkän aikavälin laskelmat 2009, s. 10.

Työeläkemeno (prosenttia työtulosummasta) etuuslajin mukaan vuosina 2006–2075, kaikki työeläkelait.



Työeläkemenojen arvioitu kasvu seuraavina vuosikymmeninä johtuu lähes yksinomaan vanhuuseläkemenojen kasvusta.

Lähde: Eläketurvakeskus

1.4 Työeläkelaitokset taloudellisina toimijoina

Vuoden 2009 tammikuussa yksityisen puolen työeläkkeitä vakuutti 31 eri eläkelaitosta, joista työeläkevakuutusyhtiöitä oli seitsemän, eläkesäätiöitä 17 ja eläkekassoja seitsemän.²⁰ Vakuutettujen yhteenlaskettu palkka- ja työtulosumma oli noin 52,2 miljardia euroa vuonna 2009. Työeläkelaitokset maksoivat vuoden 2009 aikana eläkkeitä noin 11,6 miljardia euroa.

Työeläkelaitosten toiminnan tarkoituksena on pakollisen eläketurvan järjestäminen. Tämän tarkoituksen toteuttamiseksi laitokset keräävät vakuutusmaksuja ja maksavat eläkkeitä vakuutetuille. Työeläkelaitoksen on myönnettävä hakemuksesta vakuutus ja toisaalta kaikki työ on myös työnantajan vakuutettava. Tältä osin niiden toiminta on yksinomaan sosiaaliturvan toteuttamista.

Sosiaaliturvajärjestelmän toteuttamisen yhteydessä työeläkelaitokset harjoittavat lähinnä yksityisoikeudelliseksi luonnehdittavaa yritystoimintaa. Suomen hajautetussa järjestelmässä työeläkelaitokset kilpailevat keskenään vakuutuksenottajien eli työnantajien asiakkuuksista *työeläke-markkinoilla*.²¹ Kilpailukeinoina laitoksilla on etenkin palvelun laatu ja rajallisissa määrin palvelun hinta.²² Järjestelmään liittyvän sosiaaliturvan toteuttamisen ja muun muassa ns. konkurssien yhteisvastuun vuoksi kilpailukeinoja on lainsäädännöllä huomattavasti rajattu siitä, mitä ne ovat esimerkiksi henki- tai vahinkovakuutusta harjoittavilla yrityksillä.

Työeläkemaksun määrä on lainsäädännöllä asetettu yhtäläiseksi riippumatta siitä, mistä laitoksesta vakuutuksenottaja hankkii työeläkkeen. Työeläkemaksu määräytyy viime kädessä kuitenkin sen perusteella, missä määrin työeläkelaitos on onnistunut sijoitustoiminnassaan; parhaiten sijoitustoiminnan tuottoja hankkineet ja siten vakavaraisuustilannettaan parantaneet työeläkelaitokset kykenevät maksamaan korkeimmat ns. asiakashyvitykset vakuutuksenottajalle. Työeläkelaitoksilla on siten kannustin kehittää sijoitustoimintaansa – ei ainoastaan yleistä etua silmällä

²⁰ Yksityisen puolen työeläkevakuuttajana toimii myös Merimieseläkekassa ja Maatalousyrittäjien eläkelaitos.

²¹ Työeläkelaitosten välisestä kilpailusta tarkemmin ks. sosiaali- ja terveysministeriön selvityksiä 2006:79; Työeläkejärjestelmän kilpailuolosuhteet, selvityshenkilö Erkki Rajaniemen raportti.

²² Lisäksi laitosmuodot kilpailevat keskenään; työnantaja voi siirtää työeläkevakuutuksen yhtiöstä perustamaansa säätiöön taikka päinvastoin mikäli työnantaja arvioi, että kokonaistaloudellisesti mielekkäämpi ratkaisu on siirtä laitosmuodosta toiseen. Viime aikoina työnantajat ovat siirtäneet vakuutuksensa pääasiassa yhtiöihin.

pitäen eli työeläkejärjestelmän turvaavuuden parantamiseksi ja työeläkemaksutason alentamiseksi – vaan myös selviytyäkseen kilpailussa suhteessa toisiin työeläkelaitoksiin. Kilpailu työeläkejärjestelmässä parantaa työeläkelaitosten palvelun tasoa suhteessa asiakkaisiin ja kannustaa työeläkelaitoksia tehokkaaseen hallintoon ja sijoitustoimintaan.

Työeläkemaksujen keräämisen ja etuuksien maksamisen lisäksi työeläkelaitokset toimivat niiden hallinnassa olevan työeläkevarallisuuden *sijoittajina*. Lainsäädäntö edellyttää, että laitokset sijoittavat työeläkevarat *tuottavasti* ja *turvaavasti*. Tämän periaatteellisen lähtökohdan toteuttamiseksi työeläkelaitosten sijoitustoiminnalle on lainsäädännössä asetettu merkittäviä rajoituksia ja sääntelyn noudattamista valvoo Finanssivalvonta.

Työeläkelaitosten sijoitustoiminta. Yksityisalojen eläkelaitosten eläkevarat eli sijoituskanta oli vuoden 2009 lopussa yhteensä noin 85,5 miljardia euroa. Kaikkia työeläkevaroja oli vuoden 2009 lopussa noin 73,1 % bruttokansantuotteesta. Tämä on korkeimpia lukuja eurooppalaisissa lakisääteisissä ensimmäisen ja toisen pilarin eläkejärjestelmissä Euroopassa. Työntekijän eläkelain mukaisten etuuksien rahastointiaste suhteessa kertyneiden eläke-etuuksien pääoma-arvoon oli noin 30 %.

Työeläkelaitosten on sijoitettava vastuuvelan katteena olevat varat tuottavasti ja turvaavasti; tarkoituksena on edesauttaa eläkemaksutason pysymistä tasaisena ja sen korotuspaineen mahdollisimman matalana. Väestörakenteen ikääntyessä työeläkemeno kasvat huomattavasti. Työeläkemaksutason nousupainetta voidaan vähentää rahastoimalla. Nykyisin työeläkemaksutulot ylittävät menot, mutta 2010-luvun kuluessa vuosittaiset menot tulevat ylittämään vuosittaisen maksutason. Järjestelmään kertyneiden varojen sijoitustuottojen johdosta järjestelmään rahastoidun varallisuuden arvo sekä euromääräisesti että suhteessa palkkasummaan tulee edellä sanotusta huolimatta arviolta kasvamaan noin vuoteen 2025 saakka ja sen jälkeen pysymään suhteellisen tasaisena.²³

Työeläkelaitosten vakavaraisuus- ja katesäännökset edellyttävät laitoksilta sijoitusten hajauttamista sekä sijoituslajeittain että maantieteellisesti. Säännöksiä on muutettu useaan kertaan 1990-luvun alkupuolelta lukien. Sääntelyn ja sijoitusmarkkinoiden muutosten johdosta työeläkelaitosten sijoitusten jakautuminen eri instrumentteihin on muuttunut voimakkaasti viimeisen kahdenkymmenen vuoden aikana. Sijoituskannan kehityksessä voidaan erottaa viisi aikakautta:²⁴

- 1990-luvun alkuun saakka valtaosa työeläkesijoituksista oli vakuutusmaksulainoja eli ns. TEL-takaisinlainoja, joille oli turvaava vakuus ja joiden korkona käytettiin laskuperustekorkoa.
- TEL-takaisinlainojen kysyntä väheni merkittävästi rahoitusmarkkinoiden sääntelyn purkamisen yhteydessä 1980-luvun loppupuolella. 1990-luvun alun lama vähensi kysyntää entisestään. Samaan aikaan Suomen valtio velkaantui ennätyksellisen nopeasti. Vuoteen 1997 mennessä Suomen valtion obligaatioista oli tullut yksityisen sektorin työeläkevarojen pääsijoituskohde.
- Suomen valtio vakautti velkansa 1990-luvun loppupuolella. Samanaikaisesti yksityisen sektorin työeläkevakuuttajien sijoitus- ja vakavaraisuussäännösten uudistamisen myötä vuonna 1997 osakesijoitusten osuus alkoi kasvaa.

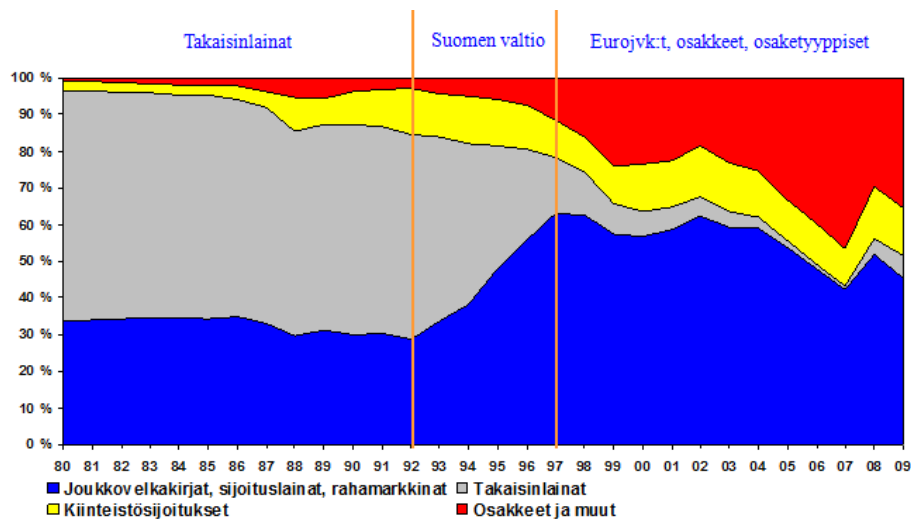
²³ Työeläkevarojen arvot saattavat kuitenkin vuositason heilahdella merkittävästi taloussyörien käänteiden mukaan vastaavalla tavalla kuin 1990-luvun alkupuolen talouslaman ja vuonna 2008 alkaneen taantumien aikana.

²⁴ Työeläkelaitosten sijoitustoiminnasta tarkemmin ks. työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaa koskeva selvitys; eläkeneuvottelukunta, 27.1.2006, jossa sijoituskannan kehitys on jaettu neljään eri vaiheeseen päättyen vuoden 2007 sijoitustoiminnan uudistukseen.

- Vuoden 2007 sijoitustoiminnan uudistuksen tavoitteena oli lisätä työeläkelaitosten riskinkantokykyä ja siten tukea työeläkelaitosten sijoitustoiminnan tuottavuutta muun muassa mahdollistamalla riskipitoisempien sijoitusten tekeminen. Uudistuksen jälkeen työeläkelaitosten osakesijoitukset lisääntyivät entisestään.
- Vuonna 2008 alkaneen finanssikriisin johdosta työeläkelaitosten sijoitusvarallisuuden arvo alentui. Tämän seurauksena työeläkelaitokset jossain määrin sopeuttivat sijoitusjakaumaansa sijoitusten tuottavuuden ja turvaamisen varmistamiseksi. Merkittävä osa tapahtuneista muutoksista sijoitusjakaumissa on johtunut kuitenkin erisuuruudesta arvonalentumisesta eri sijoitusinstrumenteissa. Arvonalentuminen oli merkittävintä osakkeissa.

Vuoden 2009 keväällä alkaneen osakemarkkinoiden elpymisen johdosta osakkeiden painoarvo työeläkelaitosten taseissa on jälleen noussut. Syynä tähän on ollut sekä lisääntyneet osakeostot että osakesijoitusten arvonnousu. Osakkeiden painoarvo on sanotusta huolimatta alempi kuin vuonna 2007. Vielä ei ole kuitenkaan selvyttä, minkälaiseksi laitosten sijoitusjakauma tulee finanssikriisin seurauksena ja nykyisillä vakavaraisuus- ja sijoitussäänöillä muodostumaan.

Työeläkeyhtiöiden sijoitusten jakautuminen vuosina 1980-2009



Takaisinlainaus alkoi supistumaan vuodesta 1992 lukien. Suomen valtion obligaatioiden osuus alkoi vastavasti kasvamaan. Tämä kehitys pysähtyi vuonna 1997. Samaan aikaan markka sidottiin kiinteällä kurssilla ECU:uun. Kun valuuttariski väheni, työeläkelaitokset sijoittivat aiempaa enemmän ulkomaisiin joukkovelkakirjoihin. Samana vuonna toteutetun sijoitusuudistuksen myötä osakkeiden paino työeläkelaitosten sijoitusportfoliossa alkoi kasvaa.

Vuoden 1980-1996 tiedot kirjanpitoarvoilla; vuodesta 1999 lukien markkina-arvoilla

Lähde: TELA

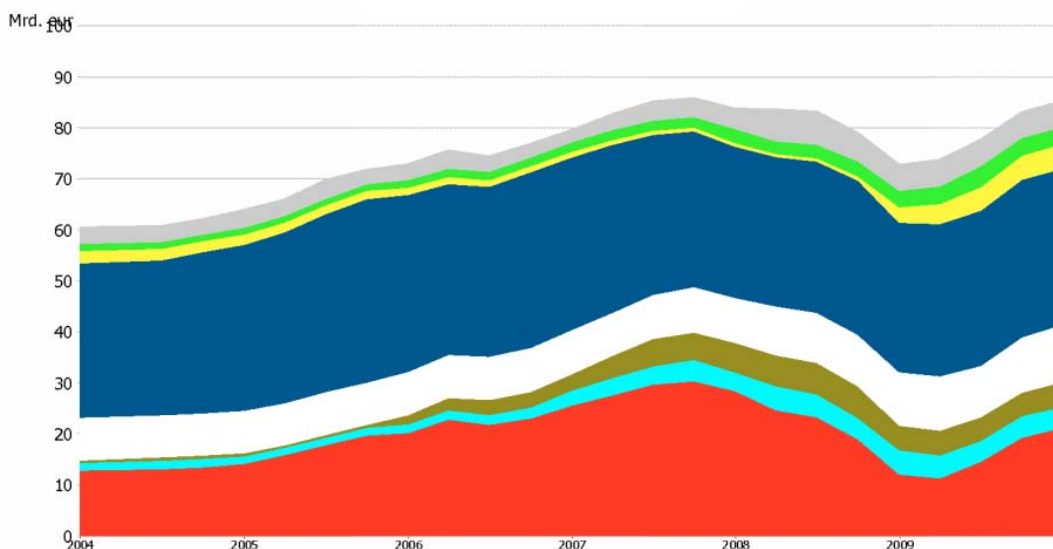
Finanssikriisin vaikutus työeläkelaitosten sijoituksiin. Osakkeiden ja osakerahastojen osuus sijoitusrahastoista oli ennen finanssimarkkinakriisin alkamista lähes vastaava kuin joukkovelkakirjojen. Niihin oli vuoden 2007 lopussa sijoitettu 37,9 miljardia euroa eli lähes puolet yksityisalojen eläkevarallisuudesta.

Vuonna 2007 alkanut ja 2008 voimistunut finanssikriisi johti työeläkevarallisuuden sijoitustuotosten voimakkaaseen pudotukseen vuoden 2008 puolivälistä lukien. Sijoitusten nimellinen keski-tuotto koko työeläkejärjestelmässä oli vuoden 2008 aikana -16,4 prosenttia ja reaalin keski-tuotto -19,2 prosenttia.

Työeläkelaitosten sijoitusvarallisuuden tuoton alentuminen kohdistui myös osakesijoituksiin. Niiden keskituotto oli -37,7 prosenttia vuonna 2008. Vuosina 1998-2008 aikana työeläkelaitosten osakesijoitusten keskituotto on ollut keskimäärin 2,4 prosenttia vuodessa. Yksityisten alojen työeläkelaitosten sijoitusvarallisuus oli vuoden 2008 päättyessä 72,9 miljardia euroa.

Finanssikriisin johdosta työeläkelaitosten sijoitusjakaumassa osakkeiden suhteellinen osuus on vähentynyt aiemmasta. Joukkovelkakirjoista tuli eläkevarojen suurin omaisuuslaji vuonna 2008. Kiinteistösijoitusten ja lainojen osuus nousi myös tuntuvasti. Osakkeiden osuus on kuitenkin noussut vuoden 2009 aikana koetun osakemarkkinoiden palautumisen myötä sekä osakkeiden arvonnousun että uusien osakesijoitusten johdosta.

Yksityisten alojen työeläkelaitosten sijoituskanta 2004-2009



	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009
RAHAMARKKINASJOITUKSET	3,6	3,1	2,5	4,1	5,2	5,2
SJOITUSLAINAT	1,3	1,5	1,9	2,8	3,2	3,3
TYEL-TAKAISINLAINAT	2,0	1,5	1,1	0,7	3,1	4,9
JOUKKOVEKAKIRJAT JA VVK:T	32,5	34,7	33,9	29,6	29,3	30,6
KIINTEISTÖT JA -OSAKKEET	8,3	8,5	8,7	8,8	10,5	11,3
HEDGE -RAHASTOT	0,6	1,8	3,2	5,8	4,8	4,8
MUUT OSAKESJOITUKSET	1,5	1,7	2,9	3,7	4,8	4,1
NOTEERATUT OSAKKEET (ML RAH)	14,2	20,2	25,6	28,4	12,1	21,3
Yhteensä	64,1	73,0	79,7	83,9	72,9	85,5

Lähde: Työeläkevakuuttajat TELA

1.5 Työeläkejärjestelmän valvonta

Finanssivalvonnan tehtävänä on valvoa, että työeläkelaitokset noudattavat lakia ja hyvää vakuutustapaa sekä menettelevät toiminnassaan asianmukaisesti. Valvonta kohdistuu erityisesti eläkelaitosten talouden, sijoitustoiminnan riskien ja vakavaraisuuden kehitykseen. Finanssivalvonta vahvistaa myös eläkesäätiöiden ja -kassojen säännöt, ylläpitää eläkesäätiö- ja -kassarekisteriä sekä vakuutusyhtiöiden toimiluparekisteriä.

Lainsäädännöllä, sosiaali- ja terveysministeriön asetuksilla sekä Finanssivalvonnan määräyksillä ja ohjeilla pyritään varmistamaan eläkevakuutuslaitosten kyky selviytyä vakuutussitoumustensa täyttämisestä. Valvonnan keskeisimmät elementit ovat:

- Sosiaali- ja terveysministeriö vahvistaa etukäteen työeläkelaitosten *laskuperusteet*. Niissä määrätään muun muassa vuosittaisen vakuutusmaksun ja vastuuvastuun laskemisesta.

- Työeläkelaitosten on laadittava vuosittain sijoitussuunnitelma. Suunnitelmassa on esitettävä, millä tavoin laitos aikoo sijoitustoiminnassaan toteuttaa sijoitusten varmuuden, tuoton, realisoitavuuden, monipuolisuuden ja riittävän hajauttamisen. Sijoitussuunnitelmassa on myös varmistuttava, että laitoksen sijoitustoiminta on itsenäistä ja muista tahoista riippumatonta.
- Vakavaraisuussäännösten tarkoituksena on asettaa rajat työeläkelaitosten riskinotolle ja määrittää se, milloin yksittäisen työeläkelaitoksen epäonnistuminen toiminnassaan johtaa valvontatoimiin ja viime kädessä sen poistumiseen työeläkevakuuttamisen markkinalta.
- Työeläkelaitokset toimittavat Finanssivalvonnalle säännöllisesti tietoa niiden vakavaraisuustilanteen kehityksestä ja Finanssivalvonta suorittaa tarkastuksia laitoksissa niiden toiminnan lainmukaisuuden varmistamiseksi.
- Työeläkelaitosten on jatkuvasti seurattava vakavaraisuustilanteensa kehitystä. Sellaisen laitoksen, jonka toimintapääoma laskee alle sille säädetyn vähimmäismäärän, on viipymättä toimitettava Finanssivalvonnan hyväksyttäväksi yhtiön taloudellisen aseman tervehdyttämissuunnitelma.²⁵

Lisäksi vakuutuslaitoksille, työeläkelaitokset mukaan lukien, on säädetty sisäisen valvonnan ja riskienhallinnan järjestämisen velvollisuuksista. Vakuutuslaitoksilla ja vakuutusomistusyhteisöillä on oltava yhtiön toiminnan laatuun ja laajuuteen nähden riittävä sisäinen valvonta ja riittävät riskienhallintajärjestelmät. Finanssivalvonta on antamassaan määräys- ja ohjekokoelmassa täsmentänyt mainittuja laissa säädettyjä vaatimuksia.

1.6 Euroopan unionin oikeuden merkitys

Euroopan talousyhteisö perustettiin vuonna 1957 niin sanotun Rooman sopimuksen (perustamis-sopimuksen) allekirjoittamisella. Euroopan talousyhteisöstä kehittyi Euroopan unioni vuonna 1992 allekirjoitetulla Maastrichtin sopimuksella. Suomi liittyi EU:n jäseneksi vuonna 1995. Jäseneksi liittymisen yhteydessä Euroopan yhteisön oikeus tuli osaksi Suomen oikeusjärjestelmää. Euroopan yhteisön perustamissopimus, sopimus Euroopan unionista ja eräät muut yhteisöä koskevat sopimukset muutettiin viimeksi 1.12.2009 voimaan tulleella niin sanotulla Lissabonin sopimuksella.

Euroopan unionin oikeudella on laajalti harmonisoitu muun muassa vakuutus- ja pankkitoiminnan harjoittamista Euroopan unionin alueella. Euroopan yhteisön ja Euroopan unionia koskevilla sopimuksilla on kuitenkin toistaiseksi ollut suhteellisen rajallinen merkitys Suomen työeläkejärjestelmän täytäntöönpanon kannalta. Keskeisenä välittömänä vaikutuksena on ollut se, että Suomen oli EU:n jäseneksi liittymisen yhteydessä erotettava sosiaaliturvaa toteuttava työeläkevakuuttaminen organisatorisesti ja oikeudellisesti muusta vakuutustoiminnasta.²⁶

Liittyessään EU:n jäseneksi Suomi sopi erillisellä liittymäasiakirjaan otetulla varaumalla²⁷ siitä, että niin sanottua ensimmäistä henkivakuutusdirektiiviä (79/267/ETY) ei sovelleta Suomen elä-

²⁵ Samoin on meneteltävä, jos yhtiön toimintapääoma lisättynä sillä määrällä, jolla tasoitusmäärä ylittää laskuperusteiden mukaisen vähimmäismääränsä, on pienempi kuin vakavaraisuusraja.

²⁶ Sosiaaliturvan koordinaatioasetuksella on ollut myös merkitystä Suomesta muihin EU:n jäsenvaltioihin muuttaneen eläkkeensaajan etuuksien määräytymiseen. Koordinaatioasetuksella ei kuitenkaan ole sellaisenaan merkitystä työeläkelaitosten sijoitustoiminnan kannalta.

²⁷ Artikla 29, liite I, kohta XI, B, II, Vakuutus.

kelaitosten toimintaan.²⁸ Varaamalla varmistettiin, että henkivakuutusdirektiivi ei soveltunut työeläkelaitosten harjoittamaan työeläkevakuutusliiketoimintaan. Henkivakuutusdirektiivi koskee EU:n sisämarkkinaoikeudellisten säännösten täytäntöönpanoa. TEL-varauman johdosta Suomen ei ole tarvinnut implementoida henkivakuutusdirektiiviä työeläkevakuutustoimintaan.

Vaikka Euroopan unionin lainsäädännön vaikutukset työeläkelaitosten sijoitustoiminnan sääntelylle ovat olleet luonteeltaan lähinnä välillisiä, niillä on kuitenkin merkitystä työeläkelaitosten sijoitustoiminnassa. Etenkin finanssikriisin jälkeen Euroopan unionin tasolla on ryhdytty tiukentamaan muun muassa luottoluokittajien ja vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen sääntelyä. EU:n sääntelyn kehittymisen johdosta rahoituslaitoksiin ja työeläkelaitosten sijoituskohteisiin soveltuu jatkossa aiempaa seikkaperäisempää ja tiukempaa sääntelyä. Euroopan unionissa on perusteilla ns. makrotason finanssivalvontaviranomainen *European Systemic Risk Board*, jonka tehtävänä on tunnistaa rahoitus- ja sijoitusmarkkinoiden järjestelmätason riskejä. Euroopan Unionin finanssimarkkinoita koskevia sääntelyhankkeita käsitellään jäljempänä jaksossa 3.7.

2 Sijoittaminen Suomen työeläkejärjestelmässä

2.1 Lähtökohtia

Sijoittaminen. Sijoittamisella tarkoitetaan yleisesti *rahoitusinstrumenttien* ja muiden *sijoitus tuotteiden* ostoa, hallussapitoa ja myyntiä voitontavoittelun tarkoituksessa. Sijoittamisen tavoitteena on annetulla riskitasolla maksimoida sijoitetun pääoman odotettu tuotto. Yksityisten alojen työeläkelaitoksien tehtävänä on sijoittaa niiden hallussa olevat varat turvaavasti ja tuottavasti.

Sijoitustuotteet jaetaan yleisesti ns. suoriin (välittömiin) sijoituksiin, joita ovat etenkin joukkolainat, osakkeet, kiinteistöt ja rahamarkkinasijoitukset ja talletukset. Epäsuoria (välillisiä) sijoituskohteita ovat muun muassa sijoitus- ja kiinteistörahastot sekä vakuutussidonnaiset sijoituskohteet. Epäsuorien sijoitusten tuotto korreloi niiden taustalla olevien suorien sijoitusten tuotto-tason kanssa.

Sijoitusriskillä tarkoitetaan sekä positiivisia että negatiivisia poikkeamia sijoituksen tuotto-odotuksesta. Suurempiriskisellä sijoitustuotteella on siten yleensä mahdollisuus suurempaan poikkeamaan odotetusta tuottotasosta sekä myönteisesti (sijoitustuotto ylittää odotustason) että negatiivisesti (sijoitustuotto alittaa odotustason).

Sijoitusriskin ottaminen. Sijoittajien välillä on eroa siinä, minkälaisella riskillä toimija kykenee ja on valmis toimimaan. Työeläkelaitosten mahdollisuuksia ja halukkuutta riskinottoon rajoittaa yhtäältä vakavaraisuudelle lainsäädännössä asetetut vaatimukset ja toisaalta työeläkelaitosten sisäinen riskienhallinta. Työeläkelaitoksia koskevat säännökset, kuten eläkerahastojen vuosittainen täydentäminen ja asiakashyvityksiä koskevat säännöt, joiden nojalla laitoksen on pitkällä aikajänteellä saavutettava sijoitustuottoja, edellyttävät työeläkelaitoksilta riskinottoa sijoitustoiminnassaan. Sijoitusriskin ottamisella tuetaan työeläkejärjestelmän tavoitteita hillitä maksutason nousupainetta.

Sijoitushorisontti. Sijoitusriskitason lisäksi sijoittajien välillä on eroja siinä, minkälaisella sijoittamisen aikajänteellä (sijoitushorisontilla) eri toimijat sijoittavat. Työeläkelaitoksille mahdollista sijoitushorisonttia pidetään usein pitkänä, koska maksuun tulevien eläkkeiden arvo on suhteelli-

²⁸ TEL-poikkeuksesta ja sen merkityksestä Suomen työeläkejärjestelmässä ks. tarkemmin sosiaali- ja terveysministeriön työryhmämuistioita 2005:15, ”Työeläkevakuutusyhtiölain uudistamistarpeet”, selvityshenkilö Matti Louekosken väliraportti, jakso 5.

sen luotettavasti ennakolta arvioitavissa.²⁹ Pitkä sijoitushorisontti suurentaa sijoitusten tuotto-odotusta, koska sijoitusriskin suuruus kasvaa ajassa. Pitkä sijoitushorisontti ei kuitenkaan tarkoita sellaisenaan korkeaa tuottotasoa. Se kuitenkin lisää työeläkelaitoksille mahdollisuuksia erilaisiin sijoittamisen strategioihin.

2.2 Sijoitusinstrumentit

Yleisimpiä sijoitus- ja rahoitusinstrumentteja ovat osakkeet, suorat lainat, joukkovelkakirjalainat, rahamarkkina- ja välirahoitusinstrumentit sekä johdannaiset. Näistä neljä ensimmäistä muodostavat valtaosan työeläkelaitosten sijoitusportfoliosta. Näiden lisäksi työeläkelaitoksilla on merkittäviä kiinteistösijoituksia suorien ja epäsuorien (arvopaperistettujen) sijoitusten muodossa.

Osakkeet. Osakkeet jaetaan pääsääntöisesti julkisiin (pörssinoteerattuihin) ja listaamattomiin osakkeisiin. Yritysten kannalta osakkeet ovat keskeinen rahoituksen järjestämisen muoto etenkin liiketoiminnan aloittamisen ja merkittävämpien laajennusten yhteydessä. Kun yrityksen osakkeita myydään ensimmäisen kerran sijoittajille, osakkeiden myyntihinta kirjautuu yrityksen kassaan (ns. ensisijaismarkkinat, *primary markets*). Kun sijoittajat käyvät tämän jälkeen keskenään kauppaa osakkeilla (ja erilaisilla velkainstrumenteilla), kyseessä ovat niin sanotut toissijaismarkkinat tai jälkimarkkinat (*secondary markets*).

Sijoittajan kannalta osakkeiden tuotto-odotukseen vaikuttaa osinkojen lisäksi osakkeen arvonkehitys. Julkisen kaupankäynnin kohteena olevan osakkeen arvo määrittyy arvopaperipörssissä annettujen myynti- ja ostotarjousten perusteella ja on pörssin aukioloaikana reaaliaikaisesti seurattavissa.

Kun osakkeista saatavien osinkojen määrä vaihtelee huomattavastikin yrityksen vuosittaisen liikevoiton kehityksen perusteella ja osakkeen jälkimarkkina-arvoon vaikuttaa keskeisesti markkinatoimijoiden usko yrityksen liiketoiminnan tulevaisuuden kehittymisestä, osakesijoittamista pidetään yleisesti korkeaa riskiä (tuoton varianssia) sisältävänä sijoitusinstrumenttina. Yritysten toimialalla, liiketoiminnan sijainnilla ja laajuudella on myös huomattava vaikutus sen osakkeen riskillisyyteen.

Osakesijoittamiseen ja osakkeen arvonkehitykseen vaikuttaa myös osakkeen liikkeelle laskeneen yrityksen, kaupankäynnin volyymin ja osakkeen markkinapaikan koko. Suomen työeläkelaitokset ovat merkittäviä osakkeenomistajia useissa suomalaisissa pörssinoteeratuissa yrityksissä. Niiden on etenkin suurempien osakeostojen ja -myyntien yhteydessä huomioitava myös kaupankäynnin vaikutukset osakkeen arvonkehitykseen. Suuria myyntejä ei ole välttämättä mahdollista toteuttaa lyhyellä aikajänteellä ilman, että se vaikuttaisi huomattavasti työeläkelaitoksen sijoitus-salkkuun jäävien osakkeiden arvon. Tästä syystä työeläkelaitosten suomalaiset osakeomistukset eivät ole välttämättä kaikilta osin samalla tavalla likvidejä kuin pienemmillä sijoittajilla.

Useiden tutkimusten mukaan osakkeet ovat olleet tuottoisin sijoitusinstrumenttien ryhmä viimeisen 100 vuoden ajanjaksolla. Eräänä perusteena osakkeiden muita sijoitusinstrumentteja korkeampaan tuottoon on pidetty niiden korkeaa arvonvaihtelua (volatiliteettiä). Osakesijoitusten tuotto on vuositason vaihdellut huomattavasti enemmän kuin korkosijoitusten. Rahamarkkinasijoitusten tuottojen vaihtelu on vähäisintä, ja esimerkiksi Yhdysvalloissa niiden tuotto ei ole ollut vuosina 1926-2003 yhtenäkkään vuotena negatiivinen.³⁰ Jotta osakkeisiin sijoittaminen olisi kor-

²⁹ Vaikka maksuun tulevat eläkkeet on suhteellisen tarkasti ennalta tiedossa, työeläkelaitosten sijoitushorisonttia jossain määrin lyhentää muun ohella työeläkelaitosten vakavaraisuus- ja tuottovaatimukset. Esimerkiksi vuonna 2008, kun kaikkien sijoitusluokkien arvot alenivat samanaikaisesti, työeläkelaitokset olisivat saattaneet – mikäli vakavaraisuussääntöihin ei olisi tehty tilapäisiä muutoksia (ks. jäljempänä jakso 4.4.) – joutua myymään etenkin osakeomistuksiaan työeläkelaitoksia koskevan vakavaraisuussääntelyn johdosta.

³⁰ Kallunki–Martikainen–Niemelä (2008), s. 27.

keammalla todennäköisyydellä kannattavaa, on sijoittajalla oltava mahdollisuus riittävän pitkään sijoitushorisonttiin. Osakkeiden arvonvaihtelun johdosta otollinen osakkeen myyntiajankohta saattaa tulla vasta vuosien tai vuosikymmenten jälkeen osakkeen hankinnan ajankohdasta. Mikäli sijoitushorisontti on lyhyt, positiivisen tuoton saaminen on todennäköisempää riskittömissä sijoitustuotteissa.

Vaikka historiallisesti osakkeet ovat olleet tuottoisia, siitä ei voi tehdä päätelmää siitä, että sijoitushorisontin pidentäminen yksiselitteisesti vähentää osakesijoitusten riskitasoa.³¹ Horisontin pituuden kasvaessa myös riskit (sekä voiton että tappion) kasvavat. Historiallisessa tarkastelussa osakesijoitukset kuitenkin ovat useasti osoittautuneet tuottoisiksi pitkällä aikavälillä. Esimerkiksi Helsingin Pörssistä ei vuosien 1969–1998 ajalta löydy kahdeksaa vuotta tai sitä pidempää ajanjaksoa, jolloin osakesijoitus olisi yleisindeksillä³² mitattuna jäänyt tappiolliseksi. Parhaimmillaan kahdeksan vuoden ajanjaksolla sijoituksen arvo on yli kolminkertaistunut. Osakesijoitusten vuotuiset vaihtelut ovat kuitenkin suuria, ja keskimäärin joka neljäs vuosi sijoitus on mennyt ensimmäisen vuoden kuluessa tappiolle.³³

Osakesijoittajan näkökulmasta edellä sanottu nollatuottoon vertaaminen ei kuitenkaan ole olennaista, vaan vertailukohtana on oltava osakkeille vaihtoehtoiset sijoitukset. Esimerkiksi Yhdysvalloissa vuosina 1971–2008 osakkeet tuottivat keskimäärin noin 0,4 prosenttiyksikköä kuukaudessa enemmän kuin kymmenen vuoden joukkovelkakirjat.³⁴ Historiallisista tuotoista ei kuitenkaan ole mahdollista päätellä osakkeiden tulevaa tuottotasoa.³⁵

Osakkeiden tuottotasosta on pitkän aikavälin tutkimuksissa havaittu, että ne ovat tuottaneet enemmän kuin mitä niiden pitkän aikavälin riskitaso edellyttäisi. Vuosina 1872–1999 osakkeiden tuotto on ollut Yhdysvalloissa 6,1 % vuosittain yli riskittömän koron ja vuosina 1950–1999 8,4 %. Suomessa se on ollut vuosina 1913–2007 peräti 9,54 %. Toteutunut osaketuotto on ollut niin korkea suhteessa osakkeiden volatilitettiin, että tilanteen teoreettisessa mallintamisessa olisi käytettävä epärealistisen korkeita oletuksia sijoittajien riskinkarttamishalusta, jotta osaketuottoa voisi puolustaa kohtuullisena korvauksena otetusta riskistä (ilmiötä kutsutaan yleisesti *equity premium puzzle*³⁶:ksi).³⁷

Osakkeiden tulevasta tuottotasosta ei ole kuitenkaan mahdollista tehdä luotettavia ennusteita. Yleinen sijoitustoiminnan ammattilaisten käsitys on tällä hetkellä se, että tulevaisuudessa osakkeiden tuotto on todennäköisesti matalampi kuin aiemmin; mahdollisesti noin 3–5 % yli riskittö-

³¹ Sijoitushorisontin pidentessä (1) mahdollisten tappioiden suuruus kasvaa, (2) sijoituksen vakuutuksen, myyntioption, hinta nousee ja (3) joskus periodin aikana tapahtuvan tappion todennäköisyys kasvaa. Jos osakkeella oletetaan olevan positiivinen hintatrendi eli odotettu tuotto, sijoitushorisontin pidentyminen lisää todennäköisyyttä sille, että tuottotaso olisi tarkastelujakson päättyessä positiivinen sijoitushetkeen verrattuna. Vrt. kuitenkin Kahra (2009), s. 25.

³² Yleisindeksillä mitattu tuottotaso simuloi hajautettua osakesijoitussalkkua.

³³ Kallunki–Martikainen–Niemelä (2008), s. 42.

³⁴ Vertailussa on käytetty osakkeiden osalta CRSP yleisindeksiä kokonaistuottomuodossa (mukaan lukien osingot) ja joukkovelkakirjojen osalta Fama 10y Bond –portfolioindeksiä.

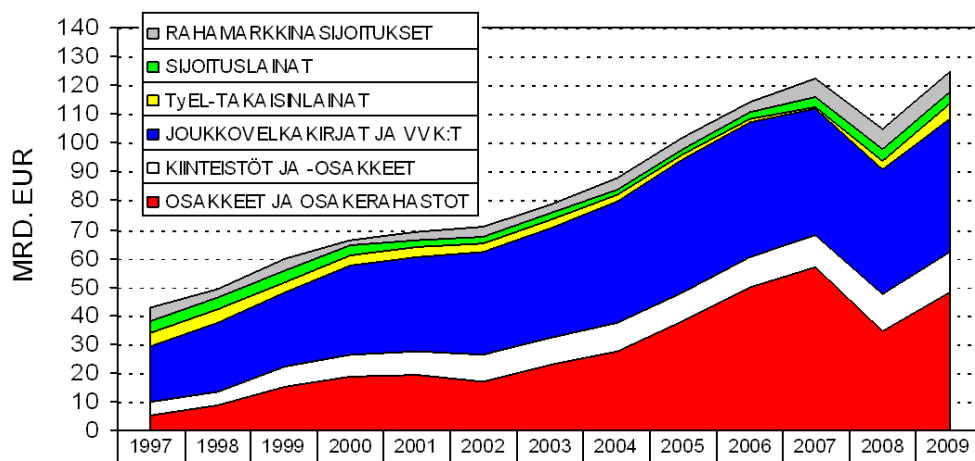
³⁵ Lisäksi työeläkelaitosten sijoitustoiminnan aikahorisontti ei välttämättä ole vastaava kuin mitä edellä esitetyissä tutkimuksissa on käytetty. Yksiselitteistä työeläkelaitosten sijoitushorisonttia ei kuitenkaan ole ennakolta mahdollista edes arvioida, vaan työeläkelaitosten sijoitustoiminnassa tehdään jatkuvasti päätöksiä sijoitustoiminnan suuntaamisesta muuttuvien markkinaolosuhteiden mukaan.

³⁶ Kyseisen ja vakiintuneen nimen ilmiölle antoivat ekonomistit Rajnish Mehra ja Edward C. Prescott vuonna 1985 Journal of Monetary Economicsissa julkaisemallaan tutkimuksella ”The Equity Premium: A Puzzle”.

³⁷ Ilmiön todelliseksi syiksi sijoittajien riskinkarttamishalukkuuden sijaan on esitetty teoreettisten mallien sisältämien virheiden lisäksi sitä, että käytetyt indeksit eivät ole olleet edustavia osakesijoittamiselle keskimäärin ja ns. *survivorship bias*:ia, minkä mukaan teollistuneiden maiden osakkeisiin tehdyt tutkimukset (kuten Yhdysvallat ja Suomi) kuvaavat tarkasteluajanjaksolla keskimäärin positiivisesti kehittyneitä talousolosuhteita.

män koron.³⁸ Mikäli muiden sijoitusinstrumenttien tuottotaso ei vastaavasti tulevaisuudessa nouse, sijoittajien tuottotasot jäävät keskimäärin matalammiksi elleivät ne tee muutoksia sijoittamisen strategiaansa ja sijoitussalkkujensa painotukseen.

Yksityisten alojen työeläkelaitosten osakesijoitusten osuus niiden sijoitussalkusta on kasvanut 1990- ja 2000-luvulla. Vuoden 2007 tammikuussa voimaan tullut sijoitussääntöjen uudistus näyttäisi myös osaltaan vahvistaneen tätä kehityssuuntaa. Osakkeet olivat vuonna 2008 työeläkelaitosten sijoitussalkussa keskimäärin toiseksi suurin sijoitustuotteiden ryhmä. Työeläkelaitosten sijoitusomaisuudesta lähes yhtä suuri osa oli sijoitettuna osakkeisiin kuin joukko- ja vaihtovelkakirjoihin.



Yksityisten alojen työeläkelaitosten sijoituskanta 1997-2009.

Lähde: TELA

Joukkovelkakirjat eli *bondit* ovat useisiin samansuuruisiin osiin jaettuja lainoja, joista liikkeellelaskija maksaa velkakirjan haltijalle sovitun kiinteän tai vaihtuvan koron (ns. nimelliskorko tai kuponnikorko, *coupon rate*) ja lainapääoman (*maturity value*).

Joukkovelkakirjat eroavat pankkilainoista ensinnäkin siinä, että joukkovelkakirjalainan merkittäviä eli lainanantajia on useita. Joukkovelkakirjalainoja voi, kansallisesta lainsäädännöstä riippuen, laskea liikkeelle sekä julkisyhteisöt, rahoituslaitokset että yksityiset yritykset. Suurin liikkeellelaskija Suomessa on valtio.

Toinen keskeinen joukkovelkakirjat pankkilainoista erottava tekijä on se, että velkakirjan haltija voi myydä sen toiselle sijoittajalle laina-ajan (*maturity*) kestäessä; hinta määräytyy myyntiajan kohdan markkinakorkotason perusteella.

Joukkovelkakirjalainat ovat tavanomaisia suuryritysten ja julkishallinnon rahoitusmuotoja. Näiden liikkeellelaskemat bondit arvioidaan luottoluokittajien toimesta usein vähemmän riskillisiksi (*investment grade bonds*) kuin hiljattain toimintansa aloittaneiden taikka muutoin epävarmimmalla liiketoiminta-alueella toimivien yritysten (ns. *speculative grade bonds*). Luottoluokituksella on huomattava vaikutus bondin arvoon. Sijoittajat voivat suojautua joukkovelkakirjan liikkeellelaskijan maksukyvyttömyysriskiä vastaan ostamalla ns. *credit default swap* (CDS) -vakuutuksia.³⁹

³⁸ Tuotannon kasvuvauhdin arvioidaan yleisesti olevan seuraavina vuosikymmeninä korkeampaa kehittyvissä talouksissa (kuten Kiina ja Intia). Osakkeiden positiivinen arvonekehitys saattaa olla suurempaa kasvavilla talousalueilla toimivilla yrityksillä.

³⁹ CDS-sopimuksella siirretään joukkovelkakirjan luottoriski CDS-vakuutuksen ostajalta vakuutuksen myyjälle. Vakuutuksen myyjä sitoutuu korvaamaan joukkovelkakirjasta sen haltijalle aiheutuvat tappiot, jos joukkovelkakirjan liikkeellelaskija ei kykene suoriutumaan velkakirjasta aiheutuvista velvoitteista. Jos merkittävä liikkeellelaskija

Useamassa maassa joukkovelkakirjalainat ovat yksi asunto- ja kiinteistörahoituksen tärkeimpiä rahoituskanavia. Pankit ja kiinteistöluottopankit laskevat liikkeeseen katettuja joukkovelkakirjalainoja (*covered bonds*). Lainojen luottoriskit ovat pienempiä kuin yksityisen sektorin vakuudettomien joukkovelkakirjalainojen luottoriskit, koska vakuutena olevien asuntojen ja kiinteistöjen ohella lainat lasketaan liikkeelle taselainoina. Myös Suomen kiinteistöpankkilainsäädännön osalta on valmistelussa muutoksia siten, että talletuspankit ja Kuntarahoitus saisivat oikeuden laskea liikkeelle katettuja joukkovelkakirjalainoja.

Sijoittajan näkökulmasta investointeja joukkovelkakirjalainoihin puoltaa niiden matala riskitaso (liikkeellelaskijasta riippuen) suhteessa tuotto-odotukseen ja verrattain likvidit markkinat.

Jälkimarkkinoilla joukkovelkakirjan arvo riippuu erityisesti lainaan liittyvistä luottotappioriskeistä sekä markkinakorkojen kehityksestä. Joukkovelkakirjan jälkimarkkina-arvoon vaikuttaa liikkeellelaskijan maksukyvyyn lisäksi markkinakorkojen kehitys ja sitä kautta markkinoiden tuotovaatimusten muuttuminen. Mitä pidempi on joukkovelkakirjan maturiteetti ja alhaisempi sen kuponkikorko, sitä herkemmin kyseisen joukkovelkakirjan jälkimarkkina-arvo reagoi markkinoiden korkotason muutoksille. Pitkän sijoitushorisontin sijoittajalle, joka hankkii bondin säilyttääkseen sen maturiteettiin saakka, markkina-arvon vaihtelulla ei kuitenkaan ole merkitystä sijoituksen tuoton kannalta; bondin tuotto määräytyy tällöin vain lainapääoman ja kuponkikoron perusteella. Työeläkelaitoksen vakavaraisuuslaskennassa bondit arvostetaan kuitenkin aina käyvän arvon mukaisesti, jolloin velkakirjan arvonmuutokset maturiteetin kestäessä saattavat kuitenkin vakavaraisuussääntöjen johdosta vaikuttaa työeläkelaitoksen mahdollisuuksiin säilyttää joukkovelkakirja sijoitusportfoliossaan sen maturiteettiin saakka.

Joukkovelkakirjoja arvioidaan olevan liikkeellä maailmanlaajuisesti noin 86 biljoonan dollarin arvosta.⁴⁰ Joukkovelkakirjojen suurin kasvu kuluvalle vuosikymmenellä on ollut seurausta ns. arvopaperistamisesta (*securitization*). Arvopaperistamisessa useiden erilaisten lainojen rahavirrat yhdistetään arvopaperiksi, joka myydään edelleen sijoittajille. Yleisimpiä arvopaperistettuja joukkovelkakirjoja ovat asuntoluottoihin (*mortgage-backed securities*) ja auto- sekä käyttöluottoihin (*asset-backed securities*) perustuvat tuotteet. Finanssikriisi on vuodesta 2007 alkaen jyrkästi hidastanut arvopaperistettujen joukkovelkakirjojen liikkeellelaskua. Valtioiden osuus uusista joukkovelkakirjoista on jälleen kasvanut.

Joukko- ja vaihtovelkakirjojen osuus yksityisten alojen työeläkelaitosten keskimääräisessä sijoitusjakaumassa kasvoi voimakkaasti 1990-luvulla. Osuuden kasvua selittää ennen kaikkea takaisinlainojen määrän vähentyminen ja siirtyminen riskillisempiin sijoitusinstrumentteihin. Joukko- ja vaihtovelkakirjojen osuus vakiintui 2000-luvun taitteessa ja on pysynyt sen jälkeen noin 24-35 % tasolla.

Lainat. Pankkilainat ovat perinteisesti olleet merkittävin vieraan pääoman ehtoinen rahoituksen lähde suomalaisille yrityksille. Kyse on kahden osapuolen välisistä lainasopimuksista, joita ei saateta julkisen vaihdannan kohteeksi (vrt. joukkovelkakirjat).

Työeläkelaitokset ovat olleet 1990-luvun keskivaiheille saakka merkittäviä lainanantajia. Työeläkelaitosten myöntämät ns. *työeläkemaksujen takaisinlainat* ovat pankkilainojen kaltaisia rahoitusinstrumentteja. Ne olivat 1990-luvun puoliväliin saakka keskeisin työeläkevarojen sijoittamisen muoto. Takaisinlainojen määrän nopeaan vähenemiseen vaikutti sekä niiden kysynnän

ajautuu maksukyvyttömyyteen, kuten finanssikriisin yhteydessä kävi Yhdysvaltojen suurimmille asuntoluottotajille, CDS-vakuutuksia myöntäneelle vakuutusyhtiölle voi realisoitua samanaikaisesti mittavat vastuut. CDS-vakuutuksia myöntävät vakuutuslaitokset voivat kuitenkin suojautua vastuultaan muun ohella johdannaisilla.

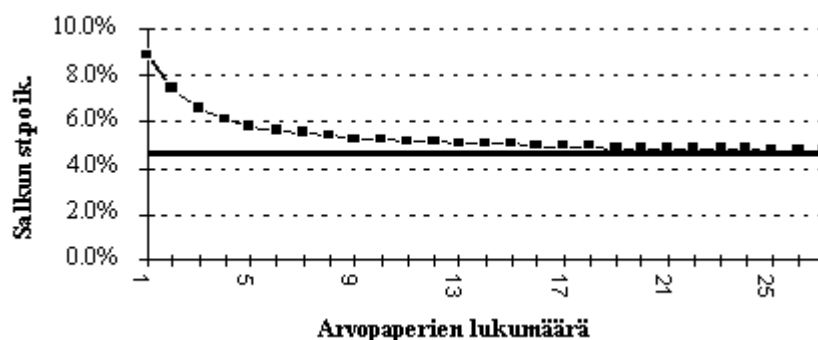
⁴⁰ International Financial Services London, Bond Markets 2009, July 2009.

vähentäminen että niiden tuotto-odotuksen madaltuminen. Tuotto-odotuksen alentumiseen vaikutti etenkin 1990-loppupuolelta alkanut yleisen korkotason lasku.

Lainojen merkitys työeläkelaitosten sijoitustoiminnassa on nykyisin huomattavasti vähäisempi verrattuna esimerkiksi 1980-luvun ja 1990-luvun alkuun. Esimerkiksi vuonna 2006 takaisinlainojen keskimääräinen osuus oli noin 3,75 %, vuonna 2007 4,17 % ja vuonna 2008 8,63 % työeläkelaitosten sijoituskannasta. Finanssimarkkinoiden kriisiytyminen vuoden 2007 syksystä alkaen lisäsi takaisinlainojen kysyntää; kysynnän nousu on kuitenkin tasoittunut vuoden 2009 aikana rahoitusmarkkinoiden elpymisen seurauksena.

Rahamarkkinainstrumentit. Lyhytaikaisia, alle vuoden pituisia velkainstrumentteja kutsutaan yleisesti *rahamarkkinainstrumenteiksi*. Näitä ovat muun muassa pankkien sijoitustodistukset, valtion velkasitoumukset, yritys- ja kuntatodistukset, joista Suomessa yleisimpiä ovat pankkien liikkeelle laskemat sijoitustodistukset. Rahamarkkinainstrumenttien hinta määräytyy jatkuvasti markkinoilla; esimerkiksi EURIBOR-korot määrittävät pankkien sijoitustodistusten noteerausten perusteella. Rahamarkkinasijoitusten osuus työeläkelaitosten keskimääräisestä sijoitusjakaumasta on vähäinen; vuonna 2006 niitä oli yhteensä noin 2,5 miljardia, vuonna 2007 noin 4 miljardia ja vuonna 2008 5,2 miljardia.

Sijoitusportfolio. Sijoittajan sijoitussalkku eli *portfolio* muodostuu sijoittajan tekemistä valinnoista eri sijoitustuotteiden välillä. Ammattimainen sijoittaja muodostaa portfolionsa aina hajauttamalla sijoitusvarallisuutensa eri sijoituskohteisiin (esimerkiksi eri yhtiöiden osakkeisiin) ja lähes aina myös eri sijoitusinstrumentteihin. Hajauttamisella vähennetään riskiä silloin, kun eri sijoitusten tuoton keskinäinen korrelaatio ei ole täydellinen. Hajautetun sijoitussalkun tuottoriski, jota voidaan mitata esimerkiksi tuoton keskihajonnalla, on pienempi kuin salkun yksittäisten sijoituskohteiden keskimääräinen tuottoriski. Se ei kuitenkaan eliminoi ns. markkinariskiä eli tilannetta, jossa kaikkien kyseisen sijoitusinstrumenttien ryhmän arvo alenee samanaikaisesti.⁴¹



Sijoitusten hajauttamisella sijoitustuotteen uniikki (esimerkiksi osakekohtainen) riski eliminoiduu. Markkinariskiltä sen sijaan sijoittaja ei voi suojautua hajauttamalla. Syksyllä 2008 finanssimarkkinoiden kriisiytyminen johti siihen, että lähes kaikkien sijoitustuotteiden arvot alenivat samanaikaisesti.

Sijoitussalkun sisällön lisäksi sen muodostamista voidaan tarkastella kahtena ajallisesti peräkkäisenä prosessina:

- sijoitusallokaatio (asset allocation); ja
- sijoituskohteen valinta (security selection).⁴²

⁴¹ Hajautushyöty perustuu toisin sanoen siihen, että sijoitussalkun *tuotto* on sijoitustuottojen painotettu keskiarvo, kun sijoitussalkun *riski* (volatiliteetti) ei ole. Jos esimerkiksi sijoitussalkkuun kuuluvien osakkeiden välinen yhteisvaihtelu (korrelaatio) on alle +1 (ts. alle täydellinen), sijoitussalkku on vakaampi kuin siihen kuuluvat osakkeet keskimäärin.

⁴² Prosessi voi kulkea myös ajallisesti vastakkaiseen suuntaan eli sijoittaja ensiksi valitsee sijoituskohteet, joiden nojalla tekee allokaatioratkaisut (ns. bottom-up -malli). Työeläkelaitosten sijoitusomaisuuden suuren arvon ja muun

Sijoitusallokaatio on sijoittajan päätös siitä, minkälaisen portfoliojakauman se aikoo muodostaa erilaisista rahoitus- ja sijoitusinstrumenteista. Sijoitusallokaatioon vaikuttaa keskeisesti sijoittajan riskinotto- ja talouden yleiskehityksen perusteella arvioitu eri sijoitusinstrumenttien riski ja tuotto. *Sijoituskohteen valinnassa* on kyse samanlaisen rahoitusinstrumentin välisistä valinnoista eli sijoittajan valinnasta esimerkiksi siitä, minkä yhtiön osakkeisiin kolmesta eri vaihtoehdosta se sijoittaa.

Institutionaalisten sijoittajien varainhoito on viimeisen vuosikymmenen aikana kehittynyt *portfolioteorian* mukaisesta sijoitussalkun hajauttamisesta niin sanottuun *ydin- ja satelliitti* -salkkuun. Tämä tarkoittaa sitä, että sijoitussalkku jaetaan ydin- ja satelliittisijoitussalkkuiksi, joissa satelliittisalkulla haetaan aktiivisesta salkunhoidosta saatavaa tuottoa ja riskiä (ja siten mahdollista markkinan tuottotason ylittävää tuottoa) ja ydinsalkulla saadaan hajauttamisen keinoin markkinoiden yleinen tuotto.⁴³

2.3 Sijoitusmarkkinat

Sijoitusinstrumenteista käydään kauppaa sijoitusmarkkinoilla. Sijoitusmarkkinalla tarkoitetaan taloustieteessä mekanismeja, joka mahdollistaa markkinoiden osapuolten myydä, ostaa ja vaihtaa arvopapereita tai muita sijoitustuotteita matalilla transaktiokustannuksilla hintaan, joka muodostuu ns. tehokkaan markkinan hypoteesin (*efficient-market hypothesis*) mukaisesti.⁴⁴ Kyseistä markkinaa voidaan sijoittajan näkökulmasta kutsua sijoitusmarkkinaksi ja toisaalta yrityksen, joka tarvitsee rahoitusta liiketoiminnalleen, rahoitusmarkkinaksi. Kummankin näkökulman yhdistää termi finanssimarkkina.

Finanssimarkkinoiden tehtävä kansantalouden näkökulmasta on muun ohella välittää rahoitusta ylijäämäisiltä talouksilta alijäämäisille talouksille, välittää informaatiota osake- ja velkakirjamarkkinoilla toimivista taloudenpitäjistä ja jakaa uudelleen riskejä. Sijoittaja, kuten esimerkiksi eläkerahasto (tai pikemminkin eläkevakuutuksen ottaja) saa markkinoilta tuoton sille, että pidättyytyy käyttämästä varojaan ja antaa ne muiden käyttöön. Rahoitusta tarvitseva osapuoli, kuten esimerkiksi investointia suunnitteleva yritys on valmis maksamaan korkoa siitä, että se saa varat käyttöönsä.⁴⁵ Työeläkemaksujen rahastoinnissa palkkatuloa siirretään käytettäväksi palkansaajan eläkeikään. Rahastoidut varat voidaan sijoittaa esimerkiksi suomalaisiin yrityksiin, joille eläkevarat ovat yksi investointien rahoituslähde.

Sijoitusmarkkinoilla on siis yksinkertaistaen kahdenlaisia toimijoita kysyntä-tarjonta -mekanismin mukaisesti: ostajia (sijoittajia) ja myyjiä (rahoitusta tarvitseva toimija, kuten kotitalous, yritys tai valtio). Näiden lisäksi markkinoilla toimii erinäisiä palveluntarjoajia (ns. *financial intermediaries*), kuten muun muassa rahoituslaitoksia, sijoitusrahastoja, arvopaperivälittäjiä ja luottoluokittajia, jotka edesauttavat sijoittajien ja sijoitusinstrumenttien liikkeellelaskijoiden välistä kaupankäyntiä madaltaen transaktiokustannuksia ja lisäten markkinan informaatiotehokkuutta. Sijoitusmarkkinoiden toimijat voidaan siis jaotella myös seuraavasti:

- **Yritykset.** Yritykset ovat sijoitusmarkkinoilla nettomääräisesti myyjiä (lainaajia). Yritykset hankkivat sijoitusmarkkinoilta rahoitusta liiketoimintansa laajentamiseksi. Liiketoiminnan laajentaminen mahdollistaa koron maksamisen saadulle rahoitukselle.

muassa lainsäädännön edellyttämän sijoitussuunnittelun vuoksi tämänlainen malli ei ole työeläkelaitoksille mahdollinen.

⁴³ Ks. esimerkiksi Kahra (2009), s. 17.

⁴⁴ Markkinoiden (informaatio)tehokkuudesta ks. jäljempänä jakso 3.4.

⁴⁵ Vastineeksi oman pääoman ehtoista rahoituksesta yritykset maksavat osinkoa ja vieraan pääoman ehtoista korkoa.

- **Kotitaloudet.** Kotitaloudet ovat sijoitusmarkkinoilla nettomääräisesti ostajia. Ne säästävät ja sijoittavat tarkoituksenaan rahoittaa varoilla myöhempiä kulutustaan tai investointejaan.
- **Valtiot.** Osa valtioista on nettomääräisesti sijoittajia ja osa rahoituksen saajia. Merkittäviä lainanottajia ovat viime vuosina olleet muun muassa Yhdysvaltojen julkinen sektori ja merkittäviä sijoittajia muun muassa monet Aasian valtiot ja öljyntuottajamaat.

Rahoituslaitokset ja muut ammattimaiset sijoittajat (kuten työeläkelaitokset) avustavat edellä mainittuja sijoitusmarkkinoiden osapuolia: rahoituslaitosten liiketoiminta perustuu sijoitusmarkkinoiden myyjien ja ostajien saattamiseen yhteen. Institutionaaliset sijoittajatkaan eivät siten täsmällisesti ottaen ole varsinaisia sijoitusmarkkinoiden osapuolia (yli- tai alijäämisiä talouksia), vaan toimivat näiden osapuolten välittäjinä.

Rahoituslaitoksilla ja muilla ammattimaisilla sijoituksilla on kuitenkin erittäin keskeinen merkitys sijoitusmarkkinoiden toimivuudelle. Kuten edellä on todettu, ne saattavat yli- ja alijäämisiä talouksia yhteen eli edesauttavat kysynnän ja tarjonnan kohtaamista. Lisäksi ammattimaiset sijoittajat pystyvät toimintansa laajuuden vuoksi kerryttämään sijoittamis- ja riskienhallintaosaamista, mitä esimerkiksi yksittäisillä kotitalouksilla ei ole. Institutionaalisten sijoittajien sijoitusomaisuuden määrä mahdollistaa suurempien investointien rahoittamisen sekä investointien hajauttamisen laajemmalle.

Työeläkelaitosten sijoitustoiminnan merkitystä Suomen finanssimarkkinoille arvioidaan jäljempänä jaksossa 2.9.

2.4 Sijoitustoiminnan trendit

Sijoitustoiminnan viimeaikaisiksi trendeiksi on tunnistettu:⁴⁶

- globalisaatio;
- arvopaperistaminen;
- ns. financial engineering; ja
- tieto- ja tiedonkäsittelyverkostojen monipuolistuminen.

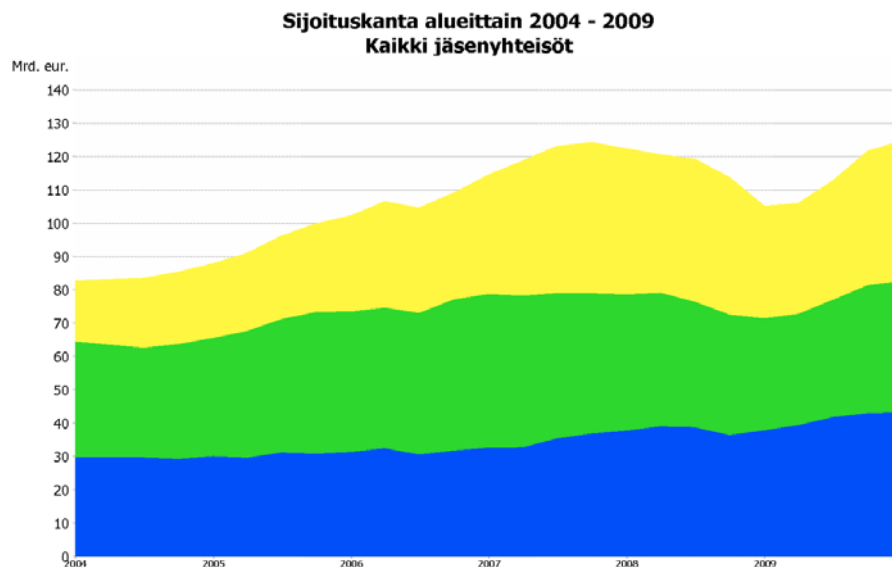
Sijoitustoiminnan globalisaatio. Euroopan Unionin integraatio on madaltanut sääntelystä johtuvia rajoituksia Euroopan valtioiden rajat ylittäviin sijoituksiin. Suurin yksittäinen tekijä on ollut Euroopan rahaliitto EMU, joka on poistanut euroalueen sisäiset valuuttariskit. Myös kansainvälisten järjestöjen, kuten Kansainvälisen valuuttarahaston, OECD:n ja maailmankauppajärjestö WTO:n toimesta teollistuneiden maiden sijoitustoiminnan sääntelyä on maailmanlaajuisesti yhdenmukaistettu ja sijoittamisen esteitä vähennetty.

Sääntelyn ja tietoteknisten yhteyden kehittymisen myötä sijoitusmarkkinoiden maantieteellistä ulottuvuus on laajentunut; eurooppalaisen ammattimaisen sijoittajan transaktiokustannukset kehittyvien maiden yritysten osakkeisiin eivät ainakaan suuremmilla toimijoilla ratkaisevasti poikkea kotimarkkinoista.

Globalisaation mahdollistama kansainvälisen sijoittamisen lisääntyminen on ilmeistä myös suomalaisten työeläkelaitosten sijoitustoiminnassa. Työeläkelaitokset ovat vuosituhaten vaihteesta lukien voimakkaasti laajentaneet sijoituksia ulkomaisiin osakkeisiin ja vain alle kolmannes osakesijoituksista kohdistuu enää suomalaisiin osakkeisiin. Kehitykseen on vaikuttanut yhtäältä

⁴⁶ Ks. esimerkiksi Bodie–Kane–Marcus, *Investments* (8th edition, 2009), s. 15 ja Kallunki–Martikainen–Niemelä (2008).

edellä kuvatut yleiset sääntelyn purkamiseen johtaneet trendit kuin myös työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaa koskevien kansallisten sääntöjen muutokset.



Työeläkelaitosten osakesijoitukset alueittain. Alimmana sinisellä on työeläkelaitosten sijoitukset Suomeen, keskellä vihreällä sijoitukset muihin euroalueen maihin ja keltaisella ylimpänä on sijoitukset euroalueen ulkopuolelle.

Lähde: TELA

Elpyminen vuonna 2008 alkaneesta maailmanlaajuisesta taloustaantumasta on toistaiseksi ollut nopeinta Kiinassa ja sen lähialueilla. Tulevien vuosien talouskehityksen arvioidaan olevan myös nopeinta kyseisissä maissa. Institutionaalisten sijoittajien osakesijoitukset saattavat siten jatkossa painottua aiempaa enemmän euroalueen ulkopuolelle.

Arvopaperistaminen. Lainojen arvopaperistaminen joukkovelkakirjoiksi alkoi 1970-luvulla, kun yhdysvaltalainen Government National Mortgage Association (GNMA, ”Ginnie Mae”) yhdisti samankaltaisella riskitasolla olevia, yksittäisiä asuntolainoja pooleiksi ja laski liikkeelle näiden asuntolainapoolien tuottoon sidottuja joukkovelkakirjoja. Joukkovelkakirjojen haltijat saivat suhteellisen osuutensa asuntolainojen koroista ja laina-ajan päättyessä lainapääomasta. Asuntoluotot myöntäneet pankit jatkoivat asuntolainojen ylläpitoa suhteessa lainanottajiin GNMA:lta saatavaa palkkiota vastaan, mutta pankeilla ei enää ollut oikeutta lainoista syntyvään kassavirtaan eikä toisaalta vastuuta mahdollisista luottotappioista.

Arvopaperistamista koskeva innovaatio oli finanssimarkkinoiden kehityksen kannalta huomattava. Ensinnäkin se mahdollisti kansainvälisen kaupankäynnin paikallisilla asuntoluotoilla. Lainanottajille arvopaperistamisen edut näkyivät etenkin Yhdysvalloissa siinä, että asuntoluottojen tarjonta ei enää rajoittunut paikallisiin pankkeihin vaan luottojen myöntämisestä kiinnostuivat jopa muihin valtioihin sijoittautuneet rahoituslaitokset. Toiseksi sijoittajan näkökulmasta arvopaperistetut joukkovelkakirjat muodostivat uuden sijoitusinstrumentin ja mahdollisti sijoitusten laajemman hajauttamisen erilaisiin sijoitusluokkiin; aiemmin asunto- ja käyttöluottoihin perustuvia sijoitusinstrumentteja ei ollut tarjolla.

Arvopaperistamisen suosio kasvoi Yhdysvalloissa nopeasti. Muutamassa vuosikymmenessä – ja siis finanssikriisin alkaessa – merkittävä osa maan asuntoluotoista oli arvopaperistettu. Riski luottotappioista oli siirretty pankeilta arvopaperien liikkeellelaskijoille. Ylivoimaisesti suurimmat liikkeellelaskijat olivat Federal National Mortgage Association (FNMA, ”Fannie Mae”) ja Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC, ”Freddie Mac”), jotka molemmat ajautuivat selvitystilaan vuonna 2008 Yhdysvaltain asuntomarkkinoiden romahtamisen seurauksena.

Arvopaperistetuista asunto- ja käyttöluotoista vuonna 2008 kertymään alkaneet mittavat tappiot johtivat laajaan kaikenlaisia arvopaperistettuja joukkovelkakirjoja koskevaan luottamuspullaan. Tämä luottamuspulla jatkuu edelleen, sillä arvopaperistettujen joukkovelkakirjojen liikkeellelasku on laskenut merkittävästi vuodesta 2008. Kansainvälinen valuuttarahasto IMF kuitenkin arvioi, että arvopaperistaminen on, koetusta kriisistä huolimatta, finanssimarkkinoiden toiminnan kannalta positiivinen kehityssuunta. Finanssikriisin yhteydessä paljastuneet heikkoudet vaativat tosin korjaavia toimenpiteitä (ks. alla ja jäljempänä jakso 3).⁴⁷

Arvopaperistamisen positiivisena puolena on se, että sen keinoin on mahdollista lieventää luoton saatavuuteen liittyviä ongelmia ja siirtää riski tahoille, joilla on paremmat edellytykset luottoriskien hallintaan. Arvopaperisen johdosta pankit pystyvät myöntämään esimerkiksi asuntoluottoja ilman, että luottoriskit jäävät rasittamaan niiden vakavaraisuutta. Riskit siirtyvät ja hajautuvat arvopaperistettujen joukkovelkakirjojen haltijoille. Ennen finanssikriisiä tällaiset arvopaperit kattoivat 20-60 prosenttia Yhdysvaltojen, Länsi-Euroopan, Japanin ja Australian uusista asuntoluotoista. Finanssikriisin yhteydessä kuitenkin ilmeni, että tosiasiaassa arvopaperistamisella ei saavutettu riskien riittävää hajautumista pankeilta sijoittajille. Vuoden 2006 lopulla pankit kannoivat edelleen 51 % arvopaperistettujen ns. subprime-luottojen riskeistä. Tämä johtuu siitä, että pankit sijoittivat itse kyseisiin arvopapereihin joko suoraan taikka välillisesti.

Arvopaperistettujen joukkovelkakirjamarkkinoiden toimivuuden palauttamiseksi Kansainvälinen valuuttarahasto IMF suosittelee seuraavia toimenpiteitä:

- *Rate-shopping -ilmiön ehkäisy.* Sääntelyllä tulisi minimoida joukkovelkakirjojen liikkeellelaskijoiden kannustimet kilpailuttaa eri luottoluokittajia paremman luottoluokituksen toivossa.
- *Läpinäkyvyyden lisääminen.* Sääntelyllä ja viranomaistoimilla tulisi vaatia luottoluokittajilta suurempaa läpinäkyvyyttä muun muassa luottoluokituksen laskentamenetelmiin ja käytettyyn aineistoon. Rahoituslaitoksien taseen ulkopuoliset joukkovelkakirjasijoitukset ja niiden riskit tulisi olla laajemmin tasetiedoissa näkyvillä.
-
- *Kompensaatiomekanismit.* Arvopaperistetun joukkovelkakirjan liikkeellelaskijan ja alkuperäisen luoton myöntäjän kompensaatiojärjestelmissä olisi huomioitava joukkovelkakirjan pidemmän ajanjakson tuottotaso eikä palkita esimerkiksi myönnettyjen ja arvopaperistettujen asuntoluottojen volyymin perusteella.
-
- *Standardointi.* Arvopaperistettuja sijoitustuotteita olisi yksinkertaistettava ja kehitettävä standardoituja tuotteita mahdollisuuksien mukaan. Tämä parantaisi likviditeettiä ja vähentäisi arvostamiseen liittyviä haasteita.

Financial engineering. ”Financial engineering” -kehityksellä viitataan uusiin sijoitustuotteisiin, joissa hyödynnetään laajalti matemaattisia malleja ja tietotekniikkaan perustuvaa kaupankäyntiä. Tällaiset tuotteet usein perustuvat joko olemassa olevien sijoitusinstrumenttien niputtamiseen tai pilkkomiseen. Tällä tarkoitetaan sitä, että sijoitusinstrumenttien odotettuja kassavirtoja yhdistellään uusiksi sijoitustuotteiksi, joiden riskitasoa voi muokata yksilöllisiin tarpeisiin sopiviksi. Tällaisia tuotteita ovat esimerkiksi useat hybridiarvopaperit. Kehityksen seurauksena sijoitusinstrumenttien väliset rajat ovat vähentyneet ja finanssimarkkinoiden sisäiset riippuvuussuhteet lisääntyneet.

⁴⁷ International Monetary Fund, Global Financial Stability Report, October 2009, s. 77.

Tieto- ja tiedonkäsittelyverkostot. Tietoliikenneyhteyksien ja tietojenkäsittelyn nopeutuminen ja verkottuminen on muuttanut sijoitustoimintaa ratkaisevasti viimeisen 10-20 vuoden aikana. Käytännössä tietotekniikan kehityksellä on ollut vaikutusta kaikkiin eri sijoitusinstrumentteihin ja niiden kaupankäyntiin. Online-kaupankäynti on vähentänyt transaktiokustannuksia huomattavasti, ja verkon yli tapahtuvien kauppajen välityspalkkiot ovat usein alle viidenneksen verrattuna perinteisten täyden palvelun meklareiden veloittamiin palkkioihin.

Internetin käytön ja sen tietosisällön laajeneminen on ratkaisevasti helpottanut sijoitusinformaation saatavuutta. Esimerkiksi reaaliaikaisia tai muutamilla minuuteilla viivästettyjä osakekurssitietoja saa veloitusetta Internetin kautta, ja etenkin piensijoittajien tiedonsaantimahdollisuuksiin Internetin käytön laajentuminen on vaikuttanut ratkaisevasti.

2.5 Sijoitustoiminnan läpinäkyvyys

Finanssikriisiä koskeneissa arvioissa usein viitataan ongelmiin sijoitusmarkkinoita koskevassa tiedonkulussa ja kannustetaan *läpinäkyvyyden* lisäämiseen keinona estää tulevia kriisejä. Finanssimarkkinoiden ja sijoitustoiminnan läpinäkyvyys ei kuitenkaan ole ilmiönä yksiselitteinen eikä etenkin sen mittaamiseen ole vakiintuneita keinoja.

Yleisesti hyväksytty lähtökohta on kuitenkin se, että finanssimarkkinoiden läpinäkyvyydellä (tiedon välittymisen määrällä ja laadulla, ns. informaatiotehokkuudella) on keskeinen vaikutus markkinoiden toimintaan. Finanssimarkkina on *informaatiotehokas*, jos kaikki olennainen uusi tieto on välittömästi eri sijoittajien tiedossa ja siten myös heijastuu välittömästi ja oikeamittaaisesti arvopapereiden hintoihin. Informaatiotehokkaalla finanssimarkkinalla yksikään sijoittaja ei siten voi saada pitkällä aikajänteellä keskimääräistä suurempia voittoja suhteessa sijoitusten riskitasoon. Markkinoiden tehokkuudesta seuraa siis se, että uusi markkinainformaatio ja erilaiset odotukset talouden ja yritysten kehityksestä heijastuvat osakekursseihin välittömästi. Finanssimarkkinat eivät kuitenkaan käytännössä ole koskaan (täydellisen) informaatiotehokkaita eikä arvopapereiden kurssivaihteluun löydy kokonaisvaltaista vastausta vain markkinatehokkuuden teoriasta: esimerkiksi osakekurssit saattavat tietyinä päivinä muuttua merkittävästi ilman, että mitään erityisiä talousuutisia olisi julkaistu.⁴⁸

Rahoitus- ja sijoitusmarkkinoiden informaatiotehokkuus vaihtelee huomattavasti instrumentista ja markkina-alueesta riippuen. Yhdysvaltain osakemarkkinoita pidetään usein tehokkaimpina. Rahoitusalan tutkimuksessa ei ole kuitenkaan saavutettu yksimielisyyttä siitä, johtuvatko havaitut tuottojen ennustettavuudet siitä, että osakkeiden riskistä aiheutuvia tuottoeroja on vaikea kontrolloida. Joidenkin sijoitusstrategioiden mahdollistamat ylisuuret tuotot olisivat siis vain seurausta strategioihin sisältyvästä suuresta riskistä eikä markkinoiden tehottomuudesta.⁴⁹

Mitä informaatiotehottomammasta markkinasta on kyse, sitä suuremmat mahdollisuudet ammatillisella sijoittajalla on saavuttaa sellaista tietoa, jolla se kykenee keskimääräistä korkeampiin sijoitustuottoihin.⁵⁰ Toisaalta tämä tarkoittaa samalla, että markkinamekanismi ei toimi riittävästi, jotta sijoitusinstrumenttien hinta korreloisi keskimäärin instrumentin riskitason kanssa. Heikko luottamus markkinoiden toimintaan vähentää likviditeettiä ja kiinnostusta markkinalla toimimiseen. Läpinäkymättömällä markkinalla korjausliikkeet rahoitusinstrumenttien hinnoissa ovat

⁴⁸ Finanssimarkkinoiden tehokkuutta koskevissa tutkimuksissa tehokkuuden tasoa arvioidaan tavanomaisesti kolmen eri pääluokan mukaisesti (heikko, keskivahva ja vahva muoto). Heikon tehokkuuden markkinoilla hintahistoriaan perustuvilla kaupankäyntistrategioilla ei voi systemaattisesti saavuttaa riskinhuomioivaa vertailutuottoa korkeampaa tuottoa. Jos julkisesti saatavilla olevalla tiedolla ja siihen perustuvalla analyysillä ei ole mahdollista saavuttaa pitkällä aikajänteellä keskimääräistä suurempia sijoitustuottoja, on markkina ns. keskivahvan tehokas. Markkinan vahvan tehokkuuden muodossa myös sisäpiiritieto on täysin huomioitu sijoitusinstrumentin hinnassa.

⁴⁹ Kallunki-Martikainen-Niemelä (2008), s. 200.

⁵⁰ Ks. esimerkiksi Niskanen–Niskanen (2007), s. 39 ja Bodie–Kane–Marcus (2009), s. 11.

myös usein nopeita ja rajuja: esimerkiksi asunto- ja kulutusluottoihin perustuvat arvopaperistetut joukkovelkakirjat menettivät nopeasti arvoaan finanssikriisin alkaessa, kun sijoittajien luottamus velkakirjojen liikkeellelaskijoiden maksukykyyn romahti.

Sijoitusmarkkinoiden sääntelyllä on mahdollista vaikuttaa markkinan tehokkuuteen lisäämällä läpinäkyvyyttä. Sääntelyn keinoin ei täydellistä informaatiotehokkuutta ole kuitenkaan mahdollista saavuttaa. Vaikka kaikilla markkinaosapuolilla olisi käytettävissään samanaikaisesti kaikki olennainen informaatio, saattaa sijoituskäyttäytyminen johtaa sijoitusinstrumenttien hintatason virheelliseen määrittymiseen. Historiallisesti pitkään jatkuneiden reaalitalouden noususuhdanteiden aikana sijoittajien usko etenkin osakkeiden jatkuvaan arvonkehitykseen ja pitkän keskiarvon riskitason pysyvään laskemiseen on vahvistunut. Kun sijoitustuotteiden tuotto-/riskisuhteen vääristymä paljastuu esimerkiksi taloussuhdanteen heikkenemisen vuoksi, sijoittajat pyrkivät nopeasti mukautumaan uuteen tilanteeseen ja sijoitusinstrumenttien arvostuserot tasoittuvat jyrkällä korjausliikkeellä.

2.6 Turvaava ja tuottava sijoitustoiminta

Varallisuuden sijoittamiseen sisältyy aina riskiä. Esimerkiksi valtion joukkovelkakirjaan (obligaatioon) sijoittamiseen sisältyy riski siitä, että kyseinen valtio ajautuisi pysyvään maksukyvyttömyyteen.⁵¹ Samalla tavalla esimerkiksi pankkitalletukseenkin sisältyy (teoreettista) riskiä pankin maksukyvyttömyydestä. Käytännössä kuitenkin vähiten riskiä sisältäviä sijoitusinstrumentteja usein kutsutaan *riskittömiksi* erotuksena *riskillisistä* sijoitusinstrumenteista.

Riskittömien instrumenttien tuotto-odotus on matalin, koska esimerkiksi länsimaisen, teollistuneen valtion ei tarvitse tarjota korkeaa kuponkikorkoa houkutelakseen sijoittajia. Lisäksi esimerkiksi valtionobligaatioden laina-aika ja korkoprosentti on kiinteä. Vain yleisen korkotason muutokset vaikuttavat obligaation myyntihintaan, mutta sijoittajalla on aina mahdollisuus säilyttää obligatio sen maturiteettiin saakka.

Riskillisellä sijoittamisella on siis mahdollista ylittää riskittömien sijoituskohteiden tuottotaso. Sijoittaja saattaa esimerkiksi arvioida, että sillä on mahdollisuus pitää sijoituksensa mahdollisen arvovaihtelusyklin yli. Korkean volatiliteetin (riskin) sijoitustuotteisiin sijoittamiseksi rationaalinen sijoittaja kuitenkin edellyttää riskilliseltä sijoitukselta riskittömiä sijoituksia korkeampaa tuottotasoa (*riskipreemiä*). Arvopaperin riskiä mitataan yleisesti 1960-luvulla kehitetyn niin sanotun Capital Asset Pricing -mallin (CAPM) mukaisesti.⁵²

Sijoituksen riskillisyyttä ja oikeamittaista riskipreemiä ei ole mahdollista täsmällisesti arvioida ennakolta. Sijoitusinstrumenttien historiallinen tuotto- ja riskitaso on yleisesti tiedossa. Sijoituksen tulevan riski- ja tuottotason ennustamisessa historiatiedon hyödyntäminen on eräs keskeisimmistä työkaluista. Riskilliset joukkovelkakirjat ja osakkeet ovat käytettävissä olevan historiatiedon perusteella osoittautuneet tuottavammiksi kuin riskittömät sijoitukset. Esimerkiksi vuosina 1900-2000 yhdysvaltalaisen osakkeiden reaali tuotto on ollut keskimäärin vuositasolla 6,7 %, mikä selkeästi ylittää teollistuneiden valtioiden liikkeellelaskeminen joukkovelkakirjojen kuponkikoron.⁵³

Riskillisten sijoitusten, etenkin osakkeiden, tulevaisuuden tuottotasosta ei ole asiantuntijoiden välillä yksimielisyyttä. Riskittömien sijoitusten tuottotason kehitys on myös epävarmaa. Aiem-

⁵¹ Esimerkiksi Kreikan valtion joukkovelkakirjojen riskipreemio on noin 2-3 prosenttiyksikköä siitä huolimatta, että euroalueen sijoittajilla ei ole edes valuutariskiä.

⁵² Capital Asset Pricing -mallissa arvopaperin riski esitetään yhden muuttujan eli ns. beeta-kertoimen avulla. Arvopaperin tuoton odotusarvo on mallissa riskittömän sijoituskohteen antaman tuoton ja arvopaperikohtaisen riskillisen summa.

⁵³ Bodie-Kane-Marcus, Investments (8th edition, 2009), s. 140.

paa matalampaan tuottotasoon viittaisi se, että väestön ikärakenne teollistuneissa länsimaissa muuttuu ja keski-ikä kasvaa sekä toisaalta se, että aiempaan viitaten osaketuottojen historiatiedot eivät ehkä ennusta kovin hyvin tulevia tuottotasoja.

2.7 Sijoitustoiminnan sääntely

Finanssimarkkinat. Valtiovarainministeriö vastaa sijoitus- ja rahoitusmarkkinoiden sääntelyn kehittämisestä. Sääntelyyn piiriin kuuluvat käytännössä kaikki yleisimmät sijoitustuotteet ja luotto-, rahasto- ja sijoituspalveluiden tarjoajat. Arvopapereiden liikkeellelaskua ja niiden vaihdantaa säännellään arvopaperimarkkina- ja johdannaismarkkinoita sääntelee laki kaupankäynnistä vakioituilla optioilla ja termiineillä (772/1998). Laissa luottolaitostoiminnasta (121/2007) säädetään oikeudesta harjoittaa luottolaitostoimintaa sekä tällaiselle toiminnalle asetettavista vaatimuksista ja niiden noudattamisen valvonnasta. Sijoitusrahastoja ja sijoituspalveluyrityksiä säännellään erillisissä laeissa.⁵⁴

Sijoitus- ja rahoitusmarkkinoiden valvonnasta Suomessa vastaa Finanssivalvonta. Finanssivalvonta on uusi viranomaisen, jolle siirtyivät 1.1.2009 alkaen entisten Rahoitustarkastuksen ja Vakuutusvalvontaviraston tehtävät. Finanssivalvonnan piiriin kuuluva muun ohella pankit, vakuutus- ja eläkeyhtiöt sekä muut vakuutusalaalla toimivat, sijoituspalveluyritykset, rahastoyhtiöt ja pörssi.

Työeläkelaitosten sijoitustoiminta Työeläkevakuutusyhtiöistä annetun lain (354/1997) 9 luvun 26 §:n (524/2008) 1 momentin mukaan ”työeläkevakuutusyhtiön varat on sijoitettava tuottavasti ja turvaavasti”. Hallituksen esityksessä 255/1996 kyseisen säännöksen sisältöä täsmennetään seuraavasti: ”– työeläkeyhtiön kaikki, myös vastuuvelan katteen ylittävät varat, on sijoitettava toisaalta niin tuottavasti kuin mahdollista ryhtymättä varojen menettämiseen mahdollisesti johtaviin liian riskipitoisiin sijoituksiin.”

Turvaavan ja tuottavan sijoitustoiminnan vaatimusta ei ole tarkemmin määritelty lainsäädännössä. Edellä sanotun 9 luvun 26 §:n säännös edellyttää sen hallituksen esityksen mukaan työeläkeyhtiöiden sijoittavan *niin tuottavasti kuin mahdollista*, mikä viittaa suhteellisen korkeaan riskinottoon, mutta samalla siten, että sijoitustoiminnan ei tule olla *liian riskipitoista*.

Työeläkelaitosten sijoitustoiminnan riskitasoa määrittää muun ohella vastuuvelan kattamista ja vakavaraisuutta koskevat säännöt, jotka osaltaan rajoittavat työeläkelaitosten mahdollisuutta ottaa sijoitusriskiä. Toisaalta työeläkelaitosten on vuosittain *rahastettava* sijoitustoiminnan tuotoista määrätty osuus, minkä seurauksena työeläkelaitoksen on saavutettava sijoitustuottoja säilyttääkseen vakavaraisuusasteensa. Työeläkelaitoksen on siten otettava sijoitusriskiä saavuttaakseen tuottoja, jotka pitkällä ajanjaksolla ovat vähintään yhtä suuret kuin keskimääräinen vuosittainen *rahastonsiirtoveloite*.

Vakavaraisuutta ja vastuuvelan kattamista koskevat säännöt muodostavat lainsäädännöllisen rajoituksen työeläkelaitosten riskinotolle. Eläkelaitosten *vakavaraisuudella* tarkoitetaan eläkelaitosten kykyä selviytyä eläkelaitoksen toimintaan liittyvistä erilaisista riskeistä. Vakavaraisuutta voidaan mitata *vakavaraisuusasemalla*⁵⁵. Toimintapääomalla tarkoitetaan määrää, jolla eläkevakuutustoiminnan varat ja muut niihin rinnastettavat sitoumukset ja vakuudet ylittävät eläkelaitoksen eläkevakuutustoiminnasta johtuvat velat ja muut näihin rinnastettavat sitoumukset.

Eläkelaitoksen vakavaraisuusraja määritetään riskiteoreettisesti vastaamaan *yhden vuoden toimintapääoman tarvetta* huomioon ottaen *sijoitusten jakautuminen eri omaisuuslajeihin*. Vakava-

⁵⁴ Sijoitusrahastolaki 48/1999 ja laki sijoituspalveluyrityksistä 922/2007.

⁵⁵ Vakavaraisuusasema on toimintapääoma suhteessa vakavaraisuusrajaan.

raisuuden määrittämistä varten työeläkelaitoksen on *vastuuvelan kattamista* koskevien sääntöjen nojalla jaettava sijoituksensa viiteen pääryhmään, jotka ovat:

- I) **Rahamarkkinavälineet**, kuten velkasitoumukset ja saamiset korkoineen, jotka erääntyvät vuoden kuluessa. Sijoitusryhmä jakautuu alaryhmiin sijoituksen vastapuolen mukaan pois lukien vuoden kuluessa erääntyvät joukkovelkakirjalainat.
- II) **Joukkovelkakirjalainat** korkoineen niiden takaisinmaksuajasta riippumatta. Sijoitusryhmä jakautuu alaryhmiin muun muassa lainanottajan tai takaajan perusteella.
- III) **Kiinteistöt**. Sijoitusryhmä jakautuu edelleen alaryhmiin kiinteistöjen käyttötarkoituksen ja sijainnin perusteella.
- IV) **Osakesijoitukset**. Sijoitusryhmä jakautuu edelleen alaryhmiin yhtiön kotipaikan perusteella sekä sen, käydäänkö osakkeella julkista kauppaa.
- V) **Erinäiset sijoitukset**. Sijoitusryhmään kuuluu tuotteet, joita ei luokitella edellä mainittuihin ryhmiin I-IV. Sijoitusryhmä jakautuu edelleen alaryhmiin.

Välillisistä sijoituksista sekä johdannaisten käyttämisestä sijoitustoiminnan suojaamiseen on säädetty erikseen. Eläkelaitos voi käyttää sijoitusriskiä pienentäviä johdannaisia ja tiettyyn enimmäismäärään asti muita johdannaissopimuksia.

Sijoitusten riskiä vastaava luokittelu toteutetaan voimassaolevan lainsäädännön mukaisesti siten, että eläkelaitos arvioi sijoitustensa tosiasialliset riskit ja vertaa niitä sijoituksille niiden oikeudellisen muodon perusteella määriteltuihin riskeihin. Jos sijoitus selkeästi kuuluu riskiltään muuhun kuin oikeudellisen muodon perusteella määräytyvään ryhmään, työeläkelaitoksen on luokiteltava sijoitus siihen ryhmään, joka parhaiten vastaa sijoituksen tosiasiallista riskiä. Eläkelaitoksen hallituksen on päätettävä sijoituksen oikeudellisesta muodosta poikkeavan luokittelun perusteet ja toimitettava vuosittain selvitys Finanssivalvonnalle.

Vakavaraisuussääntöjen nojalla työeläkelaitoksella on oltava sitä enemmän vakavaraisuutta, mitä enemmän sen sijoitukset painottuvat riskillisiin sijoituksiin. Edellä sanotuista pääryhmistä I luokka on (pääosin) vähäriskillisin ja V (pääosin) riskillisin. Vuoden 2007 sijoitusuudistuksen yhteydessä vakavaraisuuslaskentaa koskeviin sääntöihin sisällytettiin osaketuottosidonnainen lisävakautusvastuu, minkä nojalla osa sijoitusluokan IV riskeistä on siirretty yksittäiseltä eläkelaitokselta järjestelmätasolle. Tämä sallii työeläkelaitosten keskimäärin allokoivan suuremman osan sijoitusomaisuudestaan osakkeisiin kuin ilman kyseistä mekanismia.

Työeläkejärjestelmän sijoitusuudistus 2007. Työeläkelaitosten riskinkantokyvyn parantamiseksi 1.1.2007 tuli voimaan useita uudistuksia⁵⁶. Uudistusten tavoitteena oli mahdollistaa työeläkelaitoksille korkeampien sijoitustuottojen tavoittelu. Sijoitusten tuotto-odotuksen kasvattaminen edellytti samalla sijoitusten riskillisyyden lisäämistä.⁵⁷

⁵⁶ Työmarkkinoiden keskusjärjestöt pyysivät syyskuussa 2004 eläkeneuvotteluryhmää selvittämään, voitaisiinko työeläkelaitosten sijoituksia Suomeen lisätä, tavoitteena koko kansantalouden tuottavuuden ja työllisyyden parantaminen ja siten jakojärjestelmään perustuvan eläkkeiden rahoitusosuuden maksupohjan turvaaminen ja tasausmaksun nousupaineen hillitseminen. Keskusjärjestöt pyysivät myös neuvotteluryhmää selvittämään, miten työeläkelaitosten riskinkantokyky voitaisiin lisätä tavoitteena työeläkerahastojen tuoton parantaminen ja siten työeläkemaksun nousupaineen vähentäminen. Neuvotteluryhmä julkaisi 30.1.2006 selvityksen työeläkejärjestelmän sijoitustoiminnasta. Uudistukset ovat laajalti toteutettu selvityksen ehdotusten mukaisesti.

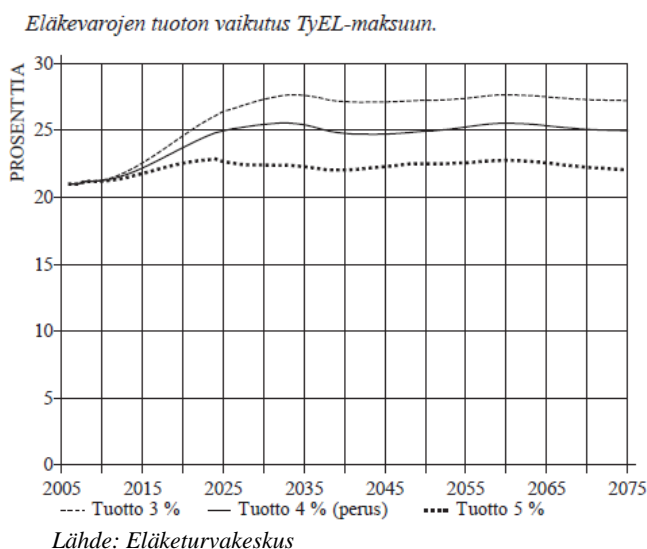
⁵⁷ Tämän ohella tehtiin myös muita muutoksia, joilla ei ollut välitöntä yhteyttä sijoitustuottojen tavoitteluun. Ensinnäkin vuodesta 2007 lukien myös eläkelaitosten keskimääräinen toteutunut osaketuotto on vaikuttanut vanhuuseläkkeen rahastoitujen osien korotuksiin. Vuoden 2007 alusta rahoitustekniikkaa muutettiin siten, että sijoitustuottojen

Riskipitoisempien sijoitusten mahdollistamisen yhteydessä työeläkelaitosten vakavaraisuuteen liittyviä vaatimuksia muutettiin. Työeläkevakuuttajien riskinkantokyvyn turvaamiseksi yksityisalojen eläkelaitosten on vuosittain täydennettävä vastuovelkaa erityisen rahastonsiirtovelvoitteen perusteella. Kyseinen rahastonsiirtovelvoite tarkoittaa, että yksityisten alojen työeläkelaitosten on täydennettävä vastuovelkaa rahastokorkoa ja täydennyskerrointa vastaavalla määrällä sekä siirrettävä osaketuottosidonnaiseen lisäakuutusvastuuseen tietty osa rahastoille saaduista tuotoista. Osaketuottosidonnainen lisäakuutusvastuu on työeläkelaitosten yhteinen puskurirahasto, jota kasvattamalla ja pienentämällä osaketuottojen vaihtelua voidaan tasata yksityisalojen eläkejärjestelmän sisällä.

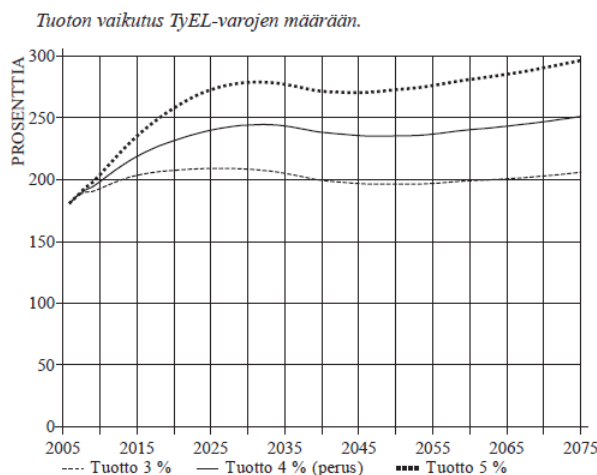
2.8 Sijoitustoiminnan merkitys työeläkemaksutason kannalta

Suomen työeläkejärjestelmä on ns. *defined benefit (DB)* järjestelmä. Rahastoitavien varojen sijoittamisesta saadut tuotot vaikuttavat eläkemaksun tasoon. Sijoitustuotot eivät suoranaisesti vaikuta eläkkeiden määrään. Jos järjestelmässä olevat varat eivät riittäisi eläkemenoihin, työeläkemaksutason olisi korotettava. Työeläkelaitosten sijoitustuotoilla on keskeinen merkitys työeläkemaksun pitkän aikavälin kehitykselle.

Jos työeläkevarojen reaalityttö olisi keskimäärin neljä prosenttia vuositasolla, työntekijän eläkelain mukaisen maksun nostotarve arvioidaan olevan runsas neljä prosenttiyksikköä 2030-luvun alkuun mennessä. Viiden prosentin keskimääräinen vuosittainen reaalityttö puolestaan madaltaisi nostotarvetta arviolta vain runsaaseen prosenttiyksikköön. Toisaalta kolmen prosentin keskimääräinen vuosittainen reaalityttö puolestaan merkitsisi, että työeläkemaksua olisi korotettava runsaalla kuudella prosenttiyksiköllä. Toisin sanoen prosenttiyksikön kasvu keskimääräisessä vuosittaisessa sijoitustoiminnan tuottotasossa merkitsisi mahdollisuutta alentaa työeläkemaksua lähes 2,5 prosenttiyksikköä:



Eläkevarojen sijoitustoiminnan tuotoilla on myös keskeinen merkitys sille, kuinka paljon työeläkelaitosten taseessa on tulevaisuudessa työeläkevaroja:

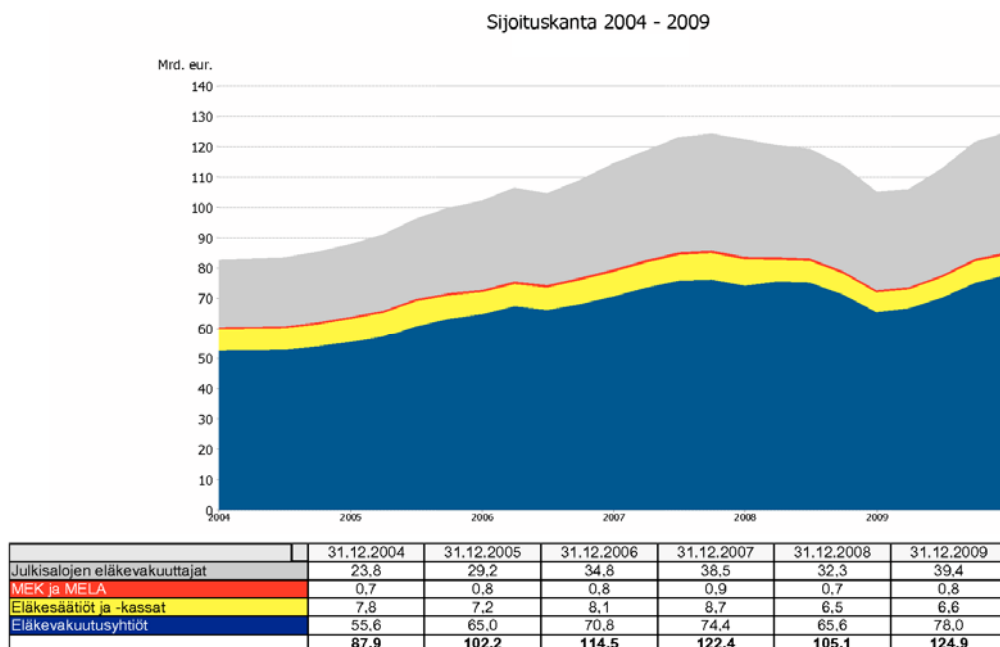


Lähde: Eläketurvakeskus

Työeläkkeiden maksu- ja menotason kannalta työeläkelaitosten taseessa olevan varallisuuden arvon lyhyen aikajänteen muutoksilla ei ole ratkaisevaa merkitystä järjestelmän toiminnan kannalta. Esimerkiksi finanssikriisin yhteydessä työeläkelaitosten varallisuuden arvo vuonna 2008 aleni lähes 20 %, mutta vuoden 2009 nopean finanssimarkkinoiden elpymisen johdosta sijoitusvarallisuuden arvo on palautunut suurelta osin finanssikriisiä edeltävälle tasolle. Olennaista on siis se, että työeläkejärjestelmän tulot (työeläkemaksut, sijoitustoiminnan tuotot) ovat pitkällä aikavälillä tasapainossa menojen (maksussa olevat ja maksuun tulevat eläkkeet) kanssa.

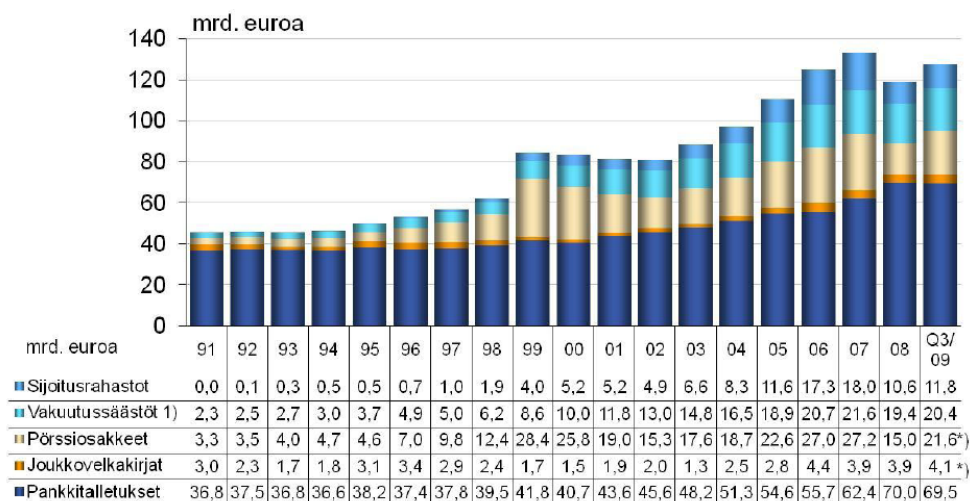
2.9 Työeläkelaitosten sijoitustoiminnan merkitys Suomen rahoitusmarkkinoilla

Suomalaisten työeläkelaitosten sijoituskanta on noussut tasaisesti lukuun ottamatta vuotta 2008 ja vuoden 2009 ensimmäisiä kuukausia. Vuoden 2009 maaliskuun jälkeen työeläkelaitosten sijoituskannan arvo on lähes palautunut vuoden 2007 korkeimmalle tasolle:



Lähde: TELA

Työeläkelaitosten yhteenlasketun sijoituskannan arvo oli 31.12.2009 noin 124,9 miljardia euroa, josta yksityisten alojen laitosten osuus oli noin 85 miljardia euroa. Työeläkelaitosten sijoituskanta on lähes yhtä suuri kuin Suomen kotitalouksien yhteenlaskettu finanssivarallisuus:



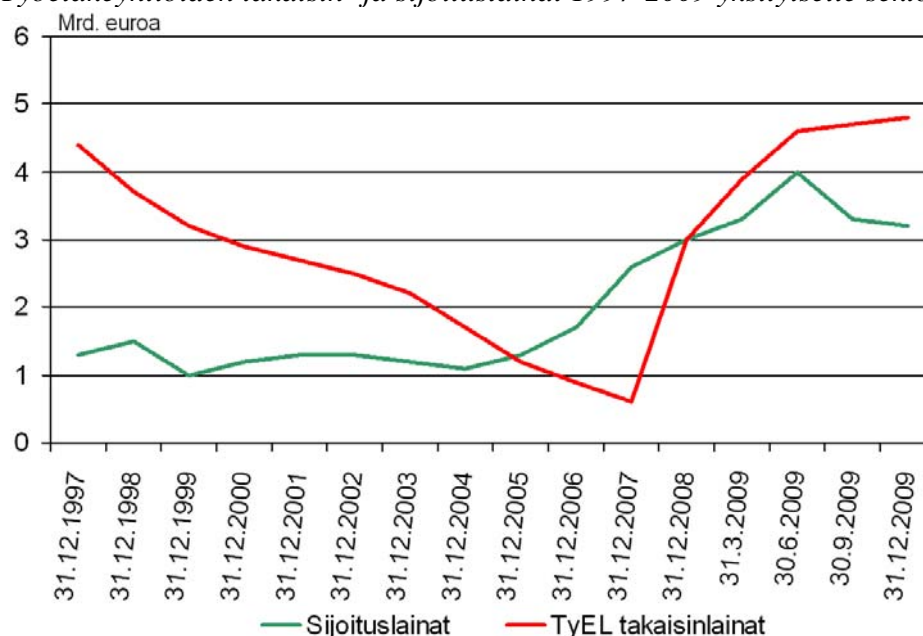
Lähde: Finanssialan keskusliitto.

1) Vakuutussäästöihin on tässä laskettu yksityishenkilöiden ottamat säästöhenkivakuutukset ja yksilölliset eläkevakuutukset.

Työeläkelaitokset ovat siten yksi keskeisimmistä suomalaisista rahoituslähteistä yrityksille. Työeläkelaitokset toimivat sekä vieraan että oman pääoman ehtoisen vieraan pääoman tarjoajina. Eläkerahastojen sijoittamisella suomalaisiin yrityksiin on lisätty talouden kasvua ja työllisyyttä.⁵⁸

Vieras pääoma ja yritysrahoitus. Työeläkelaitokset rahoittavat yritysten liiketoimintaa sijoituslainoina ja ns. TyEL-takaisinlainoina. Suomen liityttyä Euroopan yhteisöön yritysten mahdollisuudet rahoituksen järjestämiseen kansainvälisiltä markkinoilta on helpottunut. Tämä on näkynyt etenkin TyEL-takaisinlainojen määrän tasaisena vähenemisenä 1990-luvulta alkaen. Vuonna 2008 alkaneen finanssikriisin seurauksena takaisinlainojen määrä kuitenkin nousi huomattavasti:

Työeläkeyhtiöiden takaisin- ja sijoituslainat 1997-2009 yksityiselle sektorille

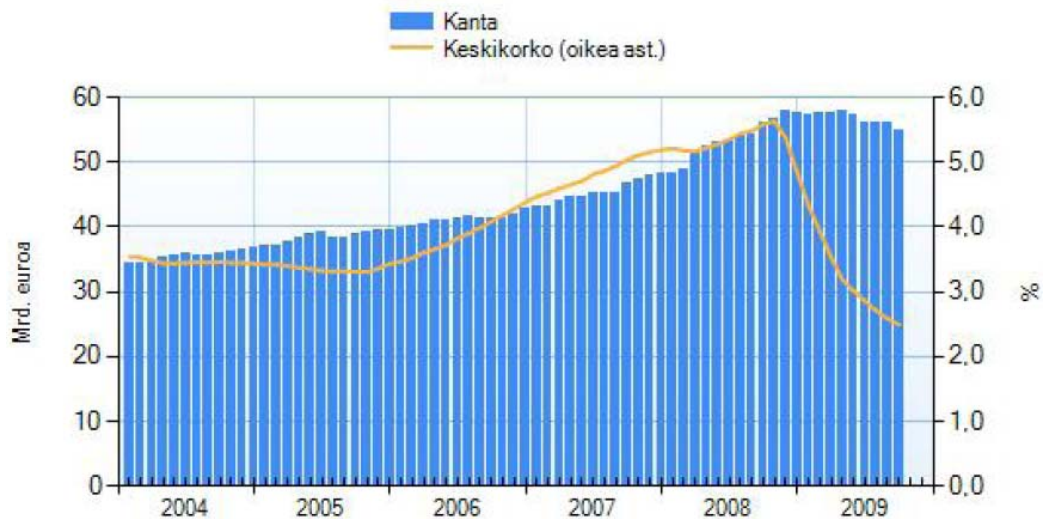


Lähde: TELA

⁵⁸ Rahastoinnin vaihtoehtona olisi ollut työeläkejärjestelmää perustettaessa aluksi matalampi työnantajamaksu. Suomessa käyttöön otetussa osittain rahastoivassa järjestelmässä aluksi korkeampi työnantajamaksu on palautunut yritysten käytettäväksi takaisinlainoina. Siitä, kohdistuuko takaisinlainattu raha taloudessa tehokkaimmalla mahdollisella tavalla, ei ole olemassa tutkimuksia.

Vastaavaan aikaan yritysten suomalaisten rahoituslaitoksilta ottamien lainojen määrä ei merkittävästi muuttunut siitä huolimatta, että korkotaso aleni nopeasti vuoden 2008 viimeisestä neljänneksestä lukien:

Suomen rahalaitosten myöntämät euromääräiset lainat yrityksille, kanta ja keski-korko



Lähde: Suomen Pankki 1.11.2009.

Eräänä takaisinlainojen määrän kasvuun vaikuttaneena tekijänä arvioidaan olleen se, että suurten suomalaisten pörssiyhtiöiden mahdollisuudet rahoituksen järjestämiseen kansainvälisistä rahoituslähteistä vaikeutuivat merkittävästi vuonna 2008 finanssimarkkinoiden kriisiytymisen johdosta. Yhtiöiden oli siten järjestettävä lähestyvän taloustaantumien edellyttämä rahoitus muualta ja eräänä ratkaisuna tähän oli työeläkelaitosten myöntämät TyEL-takaisinlainat. Ilman mahdollisuutta kotimaiseen, työeläkelaitosten tarjoamaan rahoitukseen suomalaisten yritysten mahdollisuudet finanssi- ja talouskriisistä selviämiseen olisivat olleet heikommät.

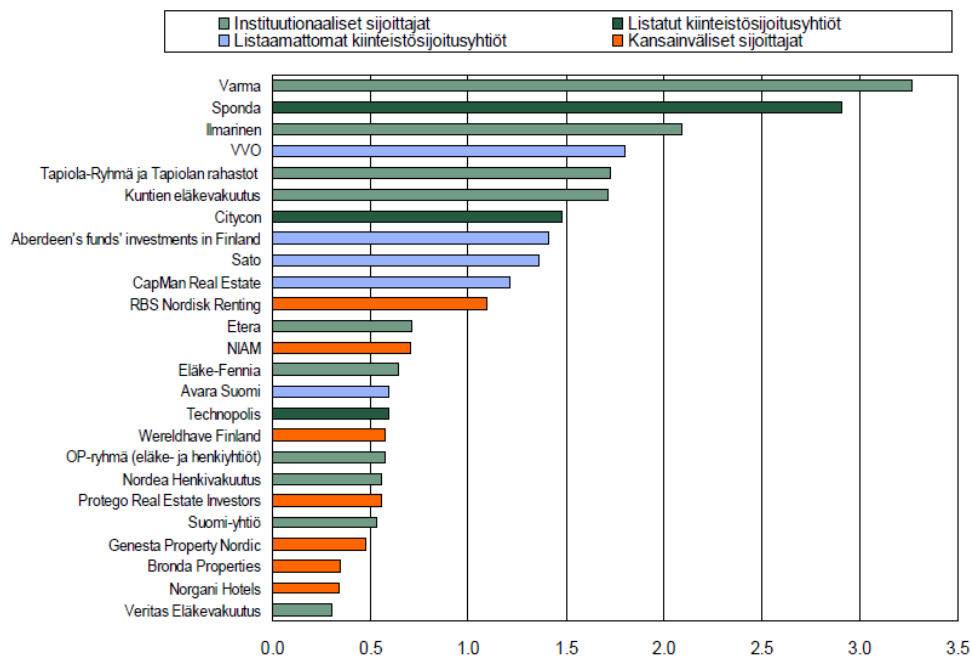
TyEL-takaisinlainojen määrän kasvu on tasoittunut vuoden 2009 kolmannelta neljännekseltä alkaen. Taloussuhdanteen käännyttyä takaisinlainojen määrä saattaa jälleen vähentyä. Vuoden 2008 ja 2009 tapahtumat kuitenkin osoittivat, että työeläkelaitosten tarjoamat TyEL-takaisinlainat toimivat eräänlaisena strategisena rahoituksen lähteenä suomalaisille yrityksille ja niiden merkitys suomalaisten yritysten rahoitukselle on merkittävämpi kuin TyEL-takaisinlainojen määrästä ja kehityssuunnasta ennen vuotta 2008 voisi päätellä.

Oman pääoman ehtoinen yritysrahoitus. Työeläkeyhtiöt ovat merkittäviä suomalaisten pörssiyhtiöiden osakkeenomistajia. Ne ovat ainoita merkittäviä vakuutuslaitoksia, jotka toimivat laajamittaisesti osakesijoittamisessa. Henki- ja vahinkovakuutusyhtiöiden mahdollisuuksia sijoittaa osakkeisiin vähentävät niitä koskevat vakavaraisuussäännöt.

Työeläkeyhtiöt ovat mahdollistaneet suomalaisille yrityksille rahoituksen hankinnan vuonna 2008 alkaneen finanssikriisin ja taloustaantumien aikana myös oman pääoman ehtoisina sijoituksina edellä mainittujen TyEL-takaisinlainojen lisäksi. Työeläkelaitokset osallistuivat lähes jokaiseen vuonna 2009 toteutettuun suomalaisen pörssiyhtiön osakeantiin.

Kiinteistösijoittaminen. Yritystoiminnan rahoittamisen lisäksi työeläkelaitosten sijoitustoiminnalla on keskeinen merkitys Suomen kiinteistömarkkinoille. Suomen 25 suurimman kiinteistösijoittajasta noin 50 % koostuu yksityisten ja julkisten alojen työeläkelaitoksista:

Suurimpia kiinteistösijoittajia Suomessa 12/2008, mrd. euroa



Lähde: Vama

Työeläkelaitosten kiinteistösijoitukset kohdistuvat pääasiassa liike- ja teollisuusrakennuksiin ja maa-alueisiin. Asuntotuotannon rahoitukseen laitokset ovat osallistuneet vähäisemmässä määrin, joskin laitoksilla on merkittäviä omistusosuuksia eräissä asuntorakennuttajissa. Yksityisalojen työeläkevaroista noin 13 prosenttia oli kiinteistösijoituksia. Näistä noin kaksi prosenttiyksikköä oli epäsuoria kiinteistösijoituksia.

Työeläkelaitosten kiinteistösijoittamista on 2000-luvun aikana hidastanut kielto ottaa velkaa sijoitustoimintaansa varten, mutta toisaalta finanssikriisin ja taloustaantumien seurauksena ne ovat olleet hyvässä taloudellisessa asemassa sijoittamaan kiinteistömarkkinoille vuosina 2008 ja 2009. Työeläkelaitosten velanoton rajoittaminen on siten toiminut kontrasyklisenä elementtinä niiden kiinteistösijoitusliiketoiminnassa. Vuonna 2008 alkaneen laskusuhdanteen aikana työeläkelaitokset ovat olleet hyvin kilpailukykyisiä kiinteistösijoittamisessa.

3 Kansainvälinen rahoitusmarkkinakriisi ja sen seuraukset

Suomen talouden ja sijoitusmarkkinoiden kasvu on ollut suhteellisen tasaista 1990-luvun puolivälistä alkaen. Vuosituhannen vaihteessa ns. teknokuplan puhkeaminen romahdutti teknologiasektorin pörssinoteerattujen osakkeiden arvon, mutta tällä ei ollut juuri vaikutusta edes sijoitusmarkkinoihin kyseisen sektorin ulkopuolella. Reaalitalouden kasvuun teknokuplan puhkeamisella ei ollut juuri vaikutusta.

Kesällä 2007 Yhdysvalloissa alkanut ns. *subprime loan crisis* kärjistyi vuonna 2008 kansainväliseksi finanssimarkkinoiden kriisiksi. Finanssimarkkinoiden kriisiytyminen taittoi sijoitusmarkkinoiden kasvun. Se kehittyi nopeasti vakavimmaksi kansainväliseksi finanssikriisiksi vuoden 1929 jälkeen.⁵⁹ Samaan aikaan myös reaalitalouden taantumien ensimmäiset merkit olivat nähtävissä, vaikka teollisuustuotannon lasku kävi ilmeiseksi vasta noin vuosi myöhemmin.

⁵⁹ Vuonna 1929 koettua ns. mustan maanantain pörssiromahdusta seurasi nopea finanssimarkkinoiden kriisiytyminen, minkä jälkeen sekä Yhdysvaltain että maailmantalous ajautui syvään taantumaan.

Molempien kehityskulkujen taustalla vaikutti liiallinen liikkeellä oleva sijoituspääoma suhteessa sijoituskohteiden tarjontaan. Kun velkavetoinen kysyntä alkoi hiipumaan, paljastui samalla eräiden uusien sijoitustuotteiden (kuten arvopaperistettujen asunto- ja kulutusluottojen) riskitaso huomattavasti korkeammaksi kuin mitä oli talouden ja sijoitusmarkkinoiden kasvuvaiheessa kyetty ennakoimaan. Finanssimarkkinat reagoivat tilanteeseen huomattavasti nopeammin kuin reaalityous. Finanssimarkkinoiden kriisiytyminen ruokki samalla reaalityouden hidastumista ja lopulta sen kehityksen kääntymistä negatiiviseksi maailmanlaajuisesti, kun yritysten rahoituksen saatavuus kävi epävarmemmaksi ja yritykset varautuivat vähentämään vieraan pääoman rahoitustaan.

Finanssimarkkinoiden vakaus heikkeni vuoden 2007 kuluessa, kun Yhdysvaltain ns. *subprime* -asuntoluotoista ja niiden johdannaisista kertyi nopeutuvalla tahdilla mittavia tappioita. Vaikka tappioiden lopullista määrää ei ollut mahdollista ennakoita, finanssisektorin turbulenssin arvioitiin olevan nopeasti ohimenevää ja jäävän rasittamaan vain hetkellisesti Yhdysvaltojen rahoitusmarkkinoiden pitkään jatkunutta positiivista kehitystä.

Yhdysvaltain finanssimarkkinoiden turbulenssi kuitenkin kiihtyi. Kun luottotappioiden määrä ei ollut ennakoitavissa eikä riskien hajautumista eri kansainvälisille rahoituslaitoksille ollut mahdollista arvioida, finanssitoimijoiden välinen epäluottamus levisi pian Yhdysvalloista kansainvälisille markkinoille. Vähentynyt likviditeetti ja pankkien välisen lainauksen tyrehtyminen heijastuivat lopulta myös reaalityouteen, joka painui vuoden 2008 aikana maailmanlaajuisen taantumaa. Vaikka finanssimarkkinoiden kriisin arvioidaan yleisesti päättyneen jo vuoden 2009 alkupuolella, reaalityouden taantumaa hellittämisestä on vasta ensimmäiset merkit näkyvillä.

Jaksossa 3.1 arvioidaan finanssikriisin kehittymiskulkua, jaksossa 3.2 kriisin taustasyitä, jaksossa 3.3 kriisin vaikutuksia Suomen työeläkejärjestelmään ja lopuksi jaksossa 3.6 esitetään arvio kriisin mahdollisesta päättymisestä ja sen pitkän aikavälin seurauksista.

3.1 Mitä tapahtui?

Finanssikriisin kehittymisen viisi sykliä. Finanssikriisin kehittyminen toukokuuhun 2009 saakka voidaan jakaa ajallisesti viiteen eri ajanjaksoon⁶⁰:

1. *vaihe: johdanto finanssikriisiin; 2007-2008 maaliskuun puoliväli.* Finanssikriisin ensimmäisessä vaiheessa, kesäkuusta 2007 alkaen, rahoituslaitosten epävarmuus Yhdysvaltain ns. *subprime* -luottojen vakaudesta lisääntyi. *Subprime*-luottojen monimutkaiset yhteydet luotto- ja rahoitusmarkkinoihin alkoivat nopeutuvasti rasittamaan kansainvälisten finanssimarkkinoimijoiden keskinäisiä suhteita. Yhdysvaltain asuntomarkkinoihin liitännäiset arvopaperit oli aiemmin arvioitu matalariskisiksi. Riskit osoittautuivat kuitenkin tosiasiasa merkittävästi suuremmiksi ja ne alkoivat realisoitua nopeasti. *Subprime*-asuntoluottoihin perustuvien arvopapereiden arvomenetys yllätti markkinatoimijat voimakkuudellaan.

Arvonlaskusta seurasi useiden merkittävien kansainvälisten liikepankkien taseiden heikkeneminen. Erityisen voimakasta tämä oli Bear Stearnsissa, jonka maksuvalmius romahti maaliskuun puolivälissä 2008 ja oli nopeasti ajautumassa konkurssiin. Bear Stearnsin konkurssi olisi todennäköisesti romahduttanut finanssimarkkinoiden luottamuksen ennennäkemättömällä tavalla, joten Yhdysvaltain hallituksen oli puututtava tilanteeseen. Yhdysvaltain hallitus avusti toista rahoituslaitosta, JPMorgan Chasea, hankkimaan määräysvallan Bear Stearnsissa, minkä jälkeen JPMorgan Chase otti vastatakseen Bear Stearnsille kertyneitä luottotappioita.

⁶⁰ Ks. tarkemmin *Bank for International Settlements; 79th Annual Report, 29 June 2009.*

Vaikka finanssikriisin ensimmäisessä vaiheessa vältyttiin Yhdysvaltain hallinnon väliintulon ansiosta pankkien maksukyvyttömyysmenettelyiltä, rahoituslaitosten voimakkaasti madaltuneet vakavaraisuus- ja maksuvalmiustasot olivat vakavasti heikentäneet finanssijärjestelmän toimintaa. Suurien luottotappioiden riski kävi ilmeiseksi. Markkinoilla kuitenkin yleisesti uskottiin, että kriisi ei laajentuisi Yhdysvaltain ulkopuolelle etenkin, kun kehittyvien markkinoiden kasvu oli edelleen voimakasta.

2. *vaihe: Lehman Brothersin konkurssia edeltänyt ajanjakso; vuoden 2008 maaliskuun puolivälistä 2008 syyskuun puoliväliin.* JPMorgan Chase/Bear Stearns -kaupan jälkeen finanssimarkkinat näyttivät vakaantuvan ja hetkellisesti vaikutti siltä, että finanssimarkkinoille levinnyt epävarmuus oli vähenemässä ja markkinoiden toiminta palautumassa.

Positiivinen kehitys jäi kuitenkin vain hetkelliseksi. Markkinat valtasi huoli Yhdysvaltain talouden taantumisesta ja sen leviämisestä muihin talouksiin. Taantuva maailmantalous ennakoii tuottojen madaltumista ja luottotappioiden lisääntymistä. Rahoituslaitokset ryhtyivät maailmanlaajuisesti laajamittaisiin toimenpiteisiin taseidensa ja maksukykynsä vahvistamiseksi taloustaantumien varalle.

Vaikka Bear Stearnsin pelastusoperaatio oli rauhoittanut pankkien välisten luottojen hintatasausta, finanssisektorin ja reaalityalouden taantumiseen varautuvien pankkien välinen luotonanto jatkoi hidastumistaan. Pankit eivät halunneet ottaa vastapuoliriskiä keskinäisestä luotonannostaan vaan ne keskittyivät vain oman maksuvalmiutensa turvaamiseen. Kehityksen seurauksena kaksi merkittävää yhdysvaltalaisista asuntorahoittajaa, Fannie Mae ja Freddie Mac, eivät kyenneet järjestelmään asuntomarkkinoilta jatkuvasti kasvavia tappioitaan ja lopulta 9 syyskuuta 2008 Yhdysvaltain hallituksen oli jälleen ryhdyttävä pelastustoimenpiteisiin. Yhdysvaltain hallitus otti Fannie Maen ja Freddie Macin hallintaansa estääkseen yhtiöiden konkurssin.

Fannie Maen ja Freddie Macin pelastusoperaation aikana kävi ilmeiseksi, että myös investointipankki Lehman Brothers tarvitsisi mittavasti pääomatukea vastuistaan selvitäkseen. Markkinoilla pidettiinkin todennäköisenä, että Yhdysvaltain hallitus jatkaisi pelastustoimenpiteitä ottamalla Lehman Brothersin hallintaansa.

3. *vaihe: maailmanlaajuinen luottamuksen menettäminen; 15. syyskuuta – lokakuun loppupuoli 2008.* Lehman Brothers jätti konkurssihakemuksen maanantaina 15. syyskuuta. Yhdysvaltain hallinto ei ryhtynyt odotettuun pelastusoperaatioon. Samaan aikaan useat muut finanssilaitokset olivat konkurssiuhan alla. Finanssimarkkinoiden epäluulot markkinoiden toimimattomuudesta saivat varmistuksen. Markkinat valtasi yleinen käsitys siitä, että markkinat eivät ole vain lyhytaikaisessa turbulenssissa vaan kyse on erittäin vakavasta systeemisestä, maailmanlaajuisesta kriisistä. Finanssilaitosten keskinäinen luottamus pula nousi ennennäkemättömälle tasolle, ja valtioiden laajamittainen väliintulo näytti välttämättömältä rahoituslaitosten maksuvalmiuden ja keskinäisen luotonannon palauttamiseksi.

Lehman Brothersin konkurssi siihen liittyvine luottoriskijohdannaisten selvitysmenettelyineen (credit default swap, CDS) onnistui kuitenkin odotettua paremmin ja sijoittajille koituneet tappiot jäivät oletettua pienemmiksi. Tästä huolimatta eräs yhdysvaltalainen merkittävä rahasto, Reserve Primary, joutui alaskirjaamaan yli 780 miljoonan dollaria Lehman Brothersin velkaa. Tappion johdosta Reserve Primarystä tuli ensimmäinen merkittävä keskinäinen rahasto, joka ilmoitti sen nettoarvonsa olevan alle rahastoon sijoitetun pääoman. Tämän seurauksena sijoittajat pyrkivät irtautumaan rahastosta välittömästi. Reserve Primaryn oli välittömästi laitettava myyntiin ei-likvidejä varojaan, jotta se kykeni maksamaan velkansa laajalle joukolle rahastosta irtautuvia sijoittajia.

Reserve Primaryn mittava ei-likvidien varojen nopea realisointi horjutti maailmanlaajuisia finanssimarkkinoita entisestään. Luottamus finanssimarkkinoiden vakauteen oli viimeistään tämän jälkeen lopullisesti menetetty. Ilman valtioiden toimenpiteitä finanssimarkkinatoimijoiden välisen luottamuksen palautuminen näytti toivottomalta.

Teollistuneiden maiden hallitukset ryhtyivät viimein laajamittaisesti reagoimaan finanssikriisiin. Tämä oli ilmeistä viimeistään 29. syyskuuta 2008, kun useat Euroopan maat aloittivat mittavat kansallisten pankkijärjestelmiensä pelastustoimet. Muun muassa Iso-Britannia kansallisti asuntoluotottaja Bradford & Bingleyn, kolme eurooppalaista valtiota sijoittivat pääomaa pankki- ja vakuutusyhtiö Fortisiin ja Saksa sopi saksalaisen suuren kiinteistösijoittaja Hypo Real Estaten kanssa mittavista luottojen uudelleenjärjestelyistä.

Kansainvälisen valuuttarahaston ja valtioiden tehokkaan väliintulon johdosta lokakuun 2008 puoliväliin mennessä ensimmäiset merkit finanssimarkkinoiden luottamuksen mahdollisesta palautumisesta olivat nähtävissä.

4. *vaihe: sijoittajien huomio siirtyy maailmanlaajuiseen taloustaantumaa; vuoden 2008 lokakuun loppupuolesta vuoden 2009 maaliskuun puoliväliin.* Lokakuun 2008 viimeisillä viikoilla finanssikriisiä seuraava maailmanlaajuinen taloustaantuma näytti ilmeiseltä. Vaikka finanssimarkkinat vallannut syvä luottamuspula oli päättymässä, nyt valtioiden toimenpiteitä tarvittiin äkillisesti ja maailmanlaajuisesti alkaneen reaalityalouden jyrkän supistumisen lieventämiseksi.

Käsitys talouden voimakkaasta taantumasta vahvistui tammikuussa 2009. Vuoden 2008 viimeisen neljänneksen tilastot osoittivat, että talous oli ankarimmassa taantumassa vuosikymmeniin. Tämä heijastui myös finanssilaitosten varallisuusarvoihin ja uudisti huolenaiheet finanssisektorin toimijoiden vakavaraisuudesta. Valtioiden massiivisten tukitoimenpiteiden jälkeen esitettiin jo epäilyjä siitä, että useilla teollistuneilla valtioilla ei olisi enää maksukykyä uusiin tukikierroksiin.

5. *vaihe: ensimmäiset merkit tasaantumisesta; vuoden 2009 maaliskuun puolivälistä vuoden 2009 kesäkuuhun.* Maaliskuussa 2009 finanssimarkkinat kääntyivät nousuun. Markkinoiden volatilitteetti väheni ja osakkeiden hinnat aloittivat nousun. Markkinoilla herännyt optimismi perustui suurelta osin valtioiden määrätietoisiin ja mittaviin tukitoimiin. Finanssimarkkinat eivät kuitenkaan palautuneet finanssikriisiä edeltäneelle tasolle. Markkinoilla uskottiin edelleen olevan selvittämättömiä riskejä. Yhdysvaltain viranomaisten tekemät stressitestit maan pankkijärjestelmän vakavaraisuuden osalta kuitenkin poistivat huolenaiheita pankkien maksukykyä.

Kesäkuussa 2009 valtioiden laajamittaisten pelastus- ja tukiopeaatioiden arvioitiin pysäyttäneen finanssikriisin, mutta palautuminen kriisiä edeltäneeseen tilaan kestäisi kauan. Keskeisimpien osake-indeksien taso oli pudonnut noin 45 % niiden lokakuun 2008 huippulukemista ja p/e suhdeluvut olivat pudonneet 1990-luvun alkupuolen tasolle.

3.2 Finanssikriisin taustatekijät

Finanssikriisiin johtanut kehityskulku on alkanut jo huomattavasti ennen kuin finanssimarkkinoiden keskinäinen luottamus alkoi heikentyä vuonna 2007. Useiden arvioiden mukaan ensimmäiset kriisiin johtaneet päätökset tehtiin jo 1990-luvun puolivälissä. Viimeisen kahden vuoden aikana koettu nopea finanssimarkkinoiden romahtaminen on toisin sanoen ollut vain kriisin nä-

kyvä huippu. Kriisin taustatekijöiksi on tunnistettu useita sekä makro- että mikrotaloudellisia samanaikaisia ja samaan suuntaan vaikuttaneita kehityskulkuja.⁶¹

- (1) keskuspankkien matalan ohjauskoron politiikka;
- (2) teollistuneiden maiden vaihtotaseiden alijäämien ja kehittyneiden maiden ylijäämien voimakas kasvu (vaihtotaseiden epätasapaino);
- (3) uudet, tuntemattomia riskejä sisältäneet finanssituotteet;
- (4) finanssimarkkinoiden riskiympäristön muutokset; ja
- (5) finanssimarkkinoiden valvonnan ja sääntelyn epäonnistuminen mainittujen riskien tunnistamisessa ja oikea-aikaisten korjaustoimenpiteiden täytäntöönpanossa.

Finanssikriisin taustasyyt ovat myös osin keskenään syy-seuraussuhteessa; yksikään mainituista syistä yksin tuskin olisi johtanut koettuun finanssimarkkinoiden nopeaan romahdukseen.

3.2.1 Keskuspankkien korkopolitiikka ja reaalikorkotaso

Vastaavalla tavalla kuin useissa aiemmissa finanssi- ja reaalitalouden kriiseissä, 1990-luvun vaihteessa alkanutta nopeaa talouskasvun vaihetta laajalti pidettiin pysyvänä ja jatkuvana; merkittäviä huolia talouskasvun heikentymisestä ei – 2000-luvun taitteen teknologiakuplan puhkeamista lukuun ottamatta⁶² – ajanjaksolla nähty. Keskuspankit eivät matalan inflaation ja positiivisen markkinakehityksen vuoksi nähneet tarpeelliseksi nostaa ohjauskorkoja. Inflaatio pysyi matalana, koska hintojen nousu ei niinkään kanavoitunut palveluiden taikka tuotteiden hintatasoon vaan se näkyi ennen kaikkea varallisuusarvojen nousussa. Globalisaatio ja tuottavuuden kasvu vaimensivat noususuhdanteeseen usein liittyvää kysyntäinflaatiota.

Vuosina 2000-2005 vallitsi myös pitkään matala reaalikorkojen taso. Deflaation pelon johdosta rahapolitiikan keinoin pyrittiin pitämään lyhytaikainen reaalikorkotaso aiempaa matalampana. Yhdysvalloissa liittovaltion reaalikorkotaso (real federal funds rate) oli jatkuvasti alle 1 % vuoden 2001 puolivälistä vuoden 2005 loppuun saakka. Merkittävän osan ajanjaksosta se oli jopa negatiivinen. Tällä oli maailmanlaajuisesti huomattavasti merkittävämpi vaikutus kuin Yhdysvaltain talouden koolla suhteessa maailmantalouteen; kansainvälisissä kauppasopimuksissa käytetään useimmiten dollaria valuuttana. Lisäksi useat valtiot ovat kiinnittäneet valuuttansa osin tai kokonaisuudessaan Yhdysvaltain dollariin.

Yhdysvaltojen ohella myös muissa merkittävässä teollistuneissa maissa reaalikorot olivat lähes vastaavalla tasolla kuin Yhdysvalloissa. Euroalueen hitaan kasvun vuoksi EKP piti lyhytaikaista reaalikorkoa alle 1 % lähes koko edellä mainitun aikajakson; Japanissa reaalikorkotaso oli 0–1 % suurimman osan 2000-luvusta. Kehittyvät taloudet laajalti seurasivat teollisuusmaiden korkopäätöksiä.

Matalan korkotason seurauksena oli ainakin seuraava:

⁶¹ Finanssikriisiä koskeneet kansainväliset arviot ovat tältä osin keskenään pitkälti samansisältöisiä. Selvityksen taustalla on käytetty etenkin seuraavia julkaisuja: *Bank for International Settlements; 79th Annual Report, 29 June 2009*, *the de Larosière Group report 25.2.2009* ja *The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis, March 2009*.

⁶² Ns. teknologiakuplan puhkeaminen vaikutti reaalitalouden kehitykseen lopulta rajallisesti. Suomessa vienti, teollisuustuotanto, bruttokansantuote ja valtiontalous kehittivät negatiivisesti vain hetkellisesti, jonka jälkeen jatkui vahva kasvu.

- Teollistuneiden maiden luottojen määrä kasvoi nopeasti. Esimerkiksi Yhdysvalloissa luottokanta kasvoi vuosittain 7 % ja Iso-Britanniassa 10 % vuosina 2003–2007. Ns. sub-prime-asuntolainakanta nousi 180 miljardista dollarista 625 miljardiin dollariin vuosina 2001–2005. Vuosina 2005–2006 Yhdysvalloissa kotitalouksien säästäminen laski alle 0 %:n.
- Varallisuusarvot kehittyivät positiivisesti ja nopeasti. Tämä oli ilmeisintä etenkin osake- ja kiinteistömarkkinoilla. Kiinteistöjen reaaliarvo nousi Yhdysvalloissa, Iso-Britanniassa ja useissa muissa Euroopan maissa yli 30 % vuodesta 2003 vuoteen 2007 ja pääomamarkkinoiden arvo kasvoi 90 % vastaavalla ajanjaksolla. Kiinteistöjen hinnankehitystä tuki useassa maassa poliittinen tahtotila lisätä omistusasumista matalan tuloluokan kotitalouksissa. Tämä politiikka oli erityisen vahvasti nähtävissä Yhdysvalloissa.

Vähemmän ilmeisenä seurauksena matalasta reaalikorkotasosta oli *uudenlaisten kannustimien* kehittyminen varainhoitoliiketoimintaan. Rahoituslaitosten toimintaan kuuluu sitoutumien pitkäaikaisiin sopimuksiin, joiden nojalla sijoitetulle pääomalle on hankittava suhteellisen korkeita nimellistuottoja. Kun ohjaus- ja reaalikorkotaso laski matalalle, mainittujen sitoumusten mukaisten tuottojen saavuttaminen vaikeutui huomattavasti.

Rahoituslaitokset reagoivat tilanteeseen siirtämällä sijoituksia riskillisempiin sijoitustuotteisiin. Riskinoton kasvattaminen oli siis eräs keino rahoituslaitosten ja varainhoitajien vastata asiakkailensa antamiin sitoumuksiin sijoitustoiminnan tuottotasosta. Matala korkotaso siten vaikutti sijoitustoiminnan riskinottoa lisäävästi.

3.2.2 Vaihtotaseiden epätasapaino

Yhdysvaltojen ja Euroopan keskuspankkien politiikka tuki matalan korkotason jatkumista 2000-luvun alkuvuosina. Korkotason nostamiselle ei nähty tarvetta, koska muun ohella inflaatio pysyi jatkuvasti suhteellisen matalana. Matala korkotaso mahdollisti teollistuneille maille runsaan velanoton.

Teollistuneiden maiden velanotto rahoitettiin käytännössä lainaamalla kehittyvien maiden, etenkin Kiinan, ylijäämäisestä taloudesta. Kehittyvät ja öljyntuottajat sijoittivat vaihtotaseidensa ylijäämiä Yhdysvaltain hallituksen joukkovelkakirjoihin ja muihin matalariskisinä pidettyihin kohteisiin. Kehittyneiden maiden halukkuutta pitää taloutensa ylijäämäisenä ja sijoittaa ylijäämä turvaaviin kohteisiin perustuu Aasian 1990-luvun talouskriisiin; sen seurauksena kehittyvät maat ryhtyivät keräämään puskureita ja likviditeettiä tulevien kriisien varalle sekä oman valuuttansa tasapainottamiseksi. Kehittyvien maiden kansantalouden pysymistä ylijäämäisenä mahdollisti myös se, että niiden teollinen tuotanto suuntautui suurelta osin vientiin.

Vaihtotaseiden erisuuntaisesta kehityksestä teollistuneiden ja kehittyvien valtioiden välillä seurasi *vaihtotaseiden merkittävä epätasapaino*. Esimerkiksi Yhdysvaltain vaihtotaseen vaje (gross external debt) oli arviolta noin \$13,4 biljoonaa vuoden 2007 lopulla. Tämä oli lähes nelinkertainen yhdeksässä vuodessa.

Kehittyvien maiden tekemillä mittavilla investoinneilla teollistuneiden valtioiden joukkovelkakirjoihin ja muihin matalariskisiin kohteisiin oli näiden sijoitustuotteiden tuottotasoa madaltava vaikutus. Samaan aikaan matala ohjaus- ja reaalikorkotaso pakotti rahoituslaitoksia hakemaan korkeita sijoitustuottoja. Kun matalariskisten valtioiden joukkovelkakirjojen tuottotaso oli riittämätön, teollistuneiden maiden sijoittajat etsivät korkeampia tuottoja riskipitoisemmista kohteista (ns. *global savings glut*, ks. jäljempänä jakso 3.2.3).

Vaihtotaseiden epätasapaino ja siitä johtuvat riskit oli yleisesti tiedossa ennen kriisin alkamista vuonna 2007. Finanssimarkkinoiden sääntelijöiden keskuudessa ei kuitenkaan juuri vallinnut yksimielisyyttä ongelman vakavuudesta ja tarvittavista korjaustoimenpiteistä. Kansainvälisen valuuttarahaston valvonta ei ollut riittävää vaihtotaseiden epätasapainon ja siitä seuranneiden ongelmien ehkäisemiseen; kansainvälisellä valuuttarahaston valvonta ei välittömästi ulotu vaihtotaseisiin.

3.2.3 Uudet finanssituotteet

Kehittyvien maiden ylijäämään ja teollistuneiden maiden velanottoon perustuva lisääntynyt pääomasijoittaminen johti ilmiöön, jota ryhdyttiin kutsumaan nimellä *global savings glut* eli ns. sijoitusähky. Tällä tarkoitetaan tilannetta, jossa liikkeessä olevalle pääomalle ei luontevasti löytenyt riittävää määrää sopivia sijoituskohteita.

Finanssimarkkinat vastasivat yhtäältä sijoitusähkystä ja toisaalta teollistuneiden maiden rahoituslaitosten riskinottohalukkuuden lisääntymisestä johtuvaan kysyntään. Rahoituslaitokset kehittivät uusia sijoitusinstrumentteja, jotka loivat uusia mahdollisuuksia sijoittaa pääomaa sekä matala- että korkeariskisesti. Eräänä tällaisena tuotteena kehittyivät ns. strukturoidut arvopaperituotteet ja yhdysvaltalaisen asuntoluottojen arvopaperistaminen. Etenkin Yhdysvalloissa ns. *subprime* -asuntoluottojen ”*luo ja hajauta*” -liiketoimintamalli yleistyi nopeasti. Näiden uusien arvopaperien riskitaso arvioitiin maltilliseksi. Riskitaso osoittautui kuitenkin käytännössä huomattavasti korkeammaksi. Tämä johtui ensisijaisesti siitä, että arvopaperistetun asuntoluoton antajalla ei ollut syytä selvittää luotonantajaa takaisinmaksukykyä riittävällä tarkkuudella, kun luotonantaja tiesi etukäteen, että se siirtää (myy) lainan luottoriskeineen arvopaperien liikkeellelaskijalle. Arvopaperin liikkeellelaskijalta riski puolestaan siirtyi edelleen sijoittajille.

3.2.4 Finanssimarkkinoiden riskiympäristön muutokset

Finanssimarkkinoiden riskiympäristö muuttui tasaisesti ja osin huomaamatta samanaikaisesti edellä mainitun sijoituskäyttäytymisen muutoksen kanssa. Riskienhallintajärjestelmät eivät kyenneet hahmottamaan uusia, järjestelmän vakautta vaarantavia riskikeskittymiä. Kärjistäen finanssimarkkinoiden toimintaympäristö oli muuttunut siten, että koko finanssisektorilla kirjattiin voitot liian aikaisin, liian helposti ja ilman riittävää riskien arviointia. Ongelmat koskivat etenkin:

- finanssimarkkinatoimijoiden insentiivejä;
- riskien mittaamista ja hallintaa;
- hyvän hallinnon (corporate governance) noudattamista; sekä
- viranomaisten sääntely- ja valvontajärjestelmiä.

Insentiivit. Finanssimarkkinatoimijoiden kannustimia koskevat ongelmat ulottuivat niin kuluttajiin, finanssimarkkinatoimijoihin kuin luottoluokittajiin (rating agencies).

Kuluttajat luottivat finanssimarkkinoiden toimintaan ja riskillisten sijoitusten turvaavuuteen liiallisesti. Osa kuluttajista ei esimerkiksi ollut tietoinen käyttämänsä rahoituslaitoksen vakavaraisuudesta tai edes niiden yhtiöiden taloudellisesta tilanteesta, joiden osakkeisiin ne sijoittivat. Puutteellinen valvonta yhdistettynä keskimääräisesti heikkoon ymmärrykseen finanssimarkkinoista johti siihen, että kuluttajat laajalti sekoittivat finanssimarkkinoiden *monimutkaisuuden* niiden *kehittyneisyyteen* tai *turvaavuuteen*. Sijoittajien usko finanssimarkkinoiden valvontajärjestelmiin ja niiden kattavuuteen oli myös liiallinen.

Kuten edellä on todettu, matalan ohjauskorkotason johdosta ja matalariskisten sijoitusinstrumenttien heikon tuottotason seurauksena finanssilaitosten johdon oli lisättävä sijoitetun pääoman

tuottavuutta. Tämä oli mahdollista lisäämällä sijoittamisen *riskillisyyttä* muun muassa velkavipua käyttämällä. Sijoitusten riskillisyyden lisääminen osaltaan johti siihen, että kompensatiomallit, joilla investointirahastojen hoitajia palkittiin, kannustivat entistä lyhyemmän aikajänteen voitontavoitteluun pitkän aikavälin tuottotason sijaan. Pääomien sijoittajat (rajatun konkurssivasuun vuoksi) ja rahastonhoitajat (kompensatiojärjestelmien vuoksi) saivat pitkän ajanjakson tuottotasoon suhteutettuna liiallisia voittoja riskinotosta: ne hyötyivät varallisuusarvojen (väliaikaisesta) nopeasta kehityksestä, mutta mahdolliset tappiot siirtyisivät luotonantajille ja viime kädessä finanssilaitosten pelastusoperaatioiden kautta valtioille.

Luottoluokittajat. Luottoluokittajat tarjoavat objektiivisia, velkojasta ja velallisesta riippumattomia arvioita siitä, millä todennäköisyydellä velallinen suoriutuu esimerkiksi joukkovelkakirjan takaisinmaksusta. Tällä perusteella luottoluokittaja määrää kyseiselle velalliselle tai sijoitustuotteelle luokituksen (esimerkiksi AAA). Luottojen ja velallisten takaisinmaksukyvyyn arviointi vaatii korkeaa asiantuntemusta ja perehtymistä arvioinnin kohteeseen. Luokitusten laadinta on tästä johtuen prosessina monimutkainen ja kallis. Luottoluokittajien ensisijaisia asiakkaita ovat käytännössä olleet pääasiassa arvopapereiden, kuten joukkovelkakirjojen, liikkeellelaskijat. Ne hakevut (mahdollisimman positiivisen) luottoluokituksen itselleen ja liikkeelle laskemilleen arvopapereille, koska luottoluokituksella on olennainen vaikutus arvopaperin kysyntään. Edellä sanotusta seuraa se, että luokitusyritysten liikevaihto kertyy suurelta osin yhtiöiltä, joiden luottokelpoisuutta niiden tulisi arvioida objektiivisesti. Luottoluokittajien välisestä kilpailusta toisaalta seuraa se, että liikkeellelaskijat saattavat vaihtaa luottoluokittajaa, mikäli annettu luokitus esimerkiksi suunnitellulle arvopaperierälle ei miellytä.

Uusien sijoitustuotteiden, kuten omaisuusvakuudellisten joukkovelkakirjojen ja muiden strukturoitujen (mukaan lukien arvopaperistettujen) finanssituotteiden, yleistymisen lisäksi luottoluokitusten kysyntää. Kun kehittyneiden sijoitustuotteiden riskillisuus on huomattavasti vaikeammin arvioitavissa verrattuna perinteisiin sijoituskohteisiin, luottoluokittajien antamiin todistuksiin on nojaututtu aiempaa voimakkaammin. Näin on tehty jopa valistuneimpina pidettyjen institutionaalisten sijoittajien toimesta.

Jälkikäteisesti arvioituna luottoluokittajat eivät kuitenkaan onnistuneet arvioimaan uusien sijoitustuotteiden riskillisyyttä asianmukaisesti. Useat uudet sijoitustuotteet saivat epärealistisen positiivisia luokituksia. Tämä on erityisten selvää strukturoitujen finanssituotteiden osalta, jotka saivat usein korkeimman mahdollisen AAA luokituksen eli saman kuin valtionobligaatit.⁶³

Riskillisyyden mittaaminen ja arviointi. Finanssimarkkinatoimijat, mukaan lukien sijoittajat ja luottoluokittajat, käyttävät sijoitusriskin arvioinnissa, hinnoittelussa ja hallinnassa kehittyneitä, historialliseen aineisto perustuvia tilastotyökaluja. Riskien mittaamisessa käytettyihin menetelmiin liittyy eräitä niiden luotettavuutta heikentäviä ilmiöitä.

- Historiallista tilastoaineistoa finanssimarkkinoiden kehityksestä on jo saatavilla pitkältä aikajänteeltä. Yleinen käsitys on se, että talous kehittyy hitaasti mutta pysyvästi. Tämä tarkoittaa, että kaukaisemman historiatiedon painoarvoa on riskin mittaauksessa yleensä usein vähennetty. Toisin sanoen pitkään jatkunut vakaan kehityksen jakso on omiaan vahvistamaan indikaatiota siitä, että markkinariski on pysyväisluontoisemmin vähentynyt. Tällöin riskin hinta on myös alempi kuin jos koko historiallinen aineisto olisi huomioitu samanarvoisena.
- Suurista markkinariskeista on olemassa vain rajoitetusti tilastoaineistoa. Systemisiä, koko finanssijärjestelmää heikentäviä kriisejä on lukumääräisesti vähän. Tilastomallit, joita

⁶³ Esimerkiksi asuntoluottoihin sidotuista, arvopaperistetuista joukkovelkakirjoista ainakin ns. senior tranche eli vähäriskisimmät joukkovelkakirjat olivat useimmiten luokitettu AAA tai Aaa -kategoriaan.

tarvitaan riskien mittaamiseen, hinnoitteluun ja hallintaan kärsivät vääjäämättä siitä, että niiden taustalla on huomattava määrä positiivisen markkinakehityksen aineistoa ja puutteellisemmin tilanteista, joissa useampi markkinariski toteutuu samanaikaisesti.

- Uusien rahoitusinstrumenttien riskillisyyden arvioimiseksi ei ollut olemassa historiatietoa. Tästä johtuvat väärinarviot kulminoituvat Yhdysvaltain subprime-asuntoluottoihin si-dottuihin arvopapereihin. Koska historiallista tilastoaineistoa ei tämänlaisten tuotteiden osalta ollut käytettävissä, korrelaatiot maksukyvyttömyyden määräästä taloustilanteen heikentyessä arvioitiin väärin. Samaan aikaan arvopaperistettujen tuotteiden taustalla olevien lainojen laadun heikentymistä ei myöskään havaittu eikä sitä siten kyetty huomioimaan sijoitusten riskiarvioinnissa.

Vaikka riskiä arvioitaisiin asianmukaisen ja vertailukelpoisen historiallisen aineiston perusteella, riskillisyyden arviointi saattaa tästä huolimatta epäonnistua. Yleisesti vakiintunut käsitys on, että sijoitusriskiä voi vähentää

1. suojautumalla (hedging), jolloin kahden eri investoinnin arvioidaan korreloivan vastakkaisesti markkinakehitykseen; ja
2. diversifioinnilla, jolloin riskiä jaetaan kohteisiin, joiden tuotto ei korreloi (täydellisesti) toistensa kanssa.

Historialliset korrelaatiot eivät kuitenkaan välttämättä indikoi tulevia korrelaatioita. Esimerkiksi ennen finanssikriisiä investointien kansainvälisen hajauttamisen uskottiin vaikuttavan riskitasoa vähentävästi, sillä arvonkehityksen ei oletettu voivan heikentyä niin voimakkaasti ja samanaikaisesti eri puolilla maailmaa. Kun aiemmin itsenäisesti (mahdollistaen diversifiointia) tai vastakohtaisesti (mahdollistaen suojautumisen) kehittyneet varallisuusarvot ryhtyivät kehittymään samansuuntaisesti, aiemmin riskien vähentämisenä pidetyt toimenpiteet johtivatkin riskikeskittymiin.

Corporate governance. Useiden rahoituslaitosten hallinnolliset järjestelyt riskienvalvonnan tehokkaaksi toteuttamiseksi osoittautuivat puutteelliseksi. Rahoituslaitosten riskeistä vastaava henkilökunta ei usein ollut organisaatiossa riittävän lähellä ylintä johtoa, jotta niiden arvioille rahoituslaitoksen investointitoiminnasta olisi annettu jälkikäteisesti arvioituna riittävää painoarvoa. Rahoituslaitosten johto usein painotti päätöksenteossaan kannattavalta näyttävää investointitoimintaa siitä huolimatta, että riskienhallinnasta vastaava henkilökunta olisi arvioinut investointeihin liittyvät riskit suuremmiksi kuin mitä investointisuunnitelmassa oli huomioitu. Useista yksittäisistä sijoituspäätöksistä ja niissä tehdyissä riskien aliarvioinnissa kertyi myös rahoituslaitokseen suurempi kokonaisriski kuin mitä rahoituslaitoksen johdossa usein ymmärrettiin.

Rahoituslaitosten johdon riskienarviointia vaikeutti käytännössä lisäksi se, että *palkitsemisjärjestelmät* painottivat usein lyhyen ajanjakson riskinottoa pidemmän ajanjakson kannattavuuden sijaan. Myös osakkeenomistajien vaatimukset laitoksen tuottotasolle arvioitiin neljännesvuositain, joka entisestään kannusti sijoitushorisontin lyhentämiseen.

3.2.5 Sääntelyn ja valvonnan epäonnistuminen

Finanssimarkkinoiden sääntelyssä ja valvonnassa ei huomioitu riittävästi *rahoituslaitosten velkavivun määrästä* aiheutuvia riskejä. Toiseksi sääntely ja valvonta *keskittyi tarkastelemaan yksittäisiä rahoituslaitoksia* ja niiden vakavaraisuutta koko finanssijärjestelmän pitkän aikajänteen riskitason sijaan.

Velkavivun riskien aliarvioiminen. Pankkien pääomavaatimukset estivät suurelta osin liiallisen velkavivun sijoittamistoiminnan pankkien *omassa* liiketoiminnassa. Velkavivulla on mahdollista lisätä sijoitustuottoja. Yksinkertaistaen velkavivun kaksinkertaistaminen tarkoittaa myös sijoitustuoton tai -tappion kaksinkertaistumista.

Matalan korkotason ja alenevien sijoitustuottojen kehityksen vastapainoksi velkavivun lisääminen tarjosi keinon sijoitustuottojen parantamiseksi. Pankit etsivät keinoja parantaa kannattavuutta velkavivun tosiasiasa lisäämällä ilman, että velkavivu huomioitaisiin pankin taseessa. Pankkien vakavaraisuussäätely painotti pankkien sisäistä riskienhallintaa sekä luokituksia.

Kun velkavivu oli mahdollista siirtää taseen ulkopuolisille toimijoille, edes pankkien kirjanpidosta taikka tilinpäätöstiedoista ei ollut mahdollista hahmottaa laitoksen *tosiasiallista* velkaa. Velkavivun käytön laajeneminen lähes kaikkien finanssilaitosten välilliseen tai välittömään sijoitustoimintaan oli ennennäkemätöntä. Kun aiempaa kokemusta velkavivun laajamittaisesta käytöstä ei ollut, sääntelyssä ja valvonnassa ei kyetty havaitsemaan siitä seuranneita järjestelmätason riskejä.

Velkavivun laajamittainen käyttö sijoitustoiminnassa tarkoitti, että aiemmin matalariskisenä pidettyjen arvopaperistettujen asuntoluottojen riskitason voimakas nousu johti myös velkavivutettujen sijoittajien riskitason moninkertaiseen kohoamiseen. Kun tappiot näistä riskeistä alkoivat realisoitumaan, rahoituslaitokset eivät kyenneet enää arvioimaan toistensa todellista vakavaraisuusarvoa. Tämän seurauksena rahoituslaitosten välinen luottamus romahti. Vaikka arvopaperistettujen sijoitustuotteiden tarkoituksena oli siirtää riskejä pois pankkien taseista ja jakaa ne tasaisemmin koko finanssijärjestelmälle, käytännössä tämä olikin johtanut riskin keskittymiseen järjestelmän läpinäkymättömiin osiin.

Finanssimarkkinan systeemisten riskien valvonta. Finanssimarkkinoiden järjestelmätason riskienvalvonnassa on finanssikriisin seurauksena tunnistettu seuraavia puutteita:

- Finanssimarkkinatoimijoiden sääntely ja valvonta keskittyy yksittäisen finanssilaitoksen vakavaraisuuden arviointiin. Yleisen markkinakehityksen mahdollisiin vaikutuksiin ja esimerkiksi nopeasti heikentyvän likviditeetin seurannaisvaikutuksiin ei ole kiinnitetty riittävästi huomiota.
- Taseiden ulkopuolisten sijoitustuotteiden ja johdannaismarkkinoiden hyödyntämisen lisääntymistä ei seurannut vastaavantasoinen valvontakäytäntöjen kehittyminen. Näistä aiheutuvien järjestelmätason riskien tunnistaminen jäi puutteelliseksi. Esimerkiksi Yhdysvalloissa asuntoluottojen myöntämisstandardien aleneminen ja sen seurannaisriskit olisi Yhdysvaltain rahoitusmarkkinoiden valvojien tullut huomata. Eurooppalaisille valvojille tämä oli huomattavasti vaikeampaa. Subprime-riskin siirtymistä Euroopan finanssimarkkinoille ei havaittu riittävässä ajoin.
- Valvonnalta puuttui riittävä tieto kansainvälisten finanssimarkkinoiden tilasta. Tietojenvaihto eri maiden valvojien välillä (ja jopa saman valtion valvojien kesken) oli liian vähäistä. Investointipankkitoiminnan valvonnan rajallisuutta ja toisaalta investointipankkien toiminnan laajentumista ei juurikaan kyseenalaistettu. Voimakas kansainvälinen kilpailu eri finanssialan keskittymien sijainnista johti myös siihen, että kansalliset sääntelijät ja valvojat varoivat yksipuolisesti puuttumasta havaittuihin epäkohtiin.

Myötäsyklisyys. Rahoituslaitokset pyrkivät nopeasti likvidoimaan etenkin riskillisintä omaisuuttaan finanssikriisin alkaessa. Sijoitusvarallisuuden myynti johtui varallisuusarvojen ennakoidun nopean laskun lisäksi osaltaan siitä, että useiden rahoituslaitosten oli vähennettävä velkavivun

määrää, kun pankkien keskinäisen luotonannon hinta nousi luottamuksen menettämisen seurauksena. Toisaalta esimerkiksi aiemmin mainittu Reserve Primary joutui turvautumaan pakkomyynteihin sijoittajien vetäessä pääomia rahastosta pois. Laajamittaiset myynnit johtivat lähes kaikkien eri sijoitusomaisuusryhmien arvojen alenemiseen. Sijoitusomaisuuden arvonalentuminen puolestaan laukaisi uudelleen vakavaraisuussääntöjen mukaisia rajoja. Tästä seurasi omaisuuden myyntien ja arvonalenemisen syöksykierre.

Varallisuusarvojen alentuessa ja eri sijoitustuotteissa ilmenneiden uusien riskien johdosta luottoluokittajien oli arvioitava uudelleen myöntämiään luottoluokituksia. Seurauksena oli useille sijoitustuotteille, muun muassa subprime-asuntoluottoihin perustuvilla arvopaperistetuilla velkakirjoille, annettujen luokitusten heikkeneminen. Rahoituslaitosten oli huomioitava alentuneet sijoitusluokitukset vakavaraisuusasemassaan. Tämä entisestään heikensi laitosten vakavaraisuutta ja johti uusiin myynteihin. Myötäsyklinen kaupankäynti sijoitusvarallisuudella voimisti finanssikriisiä. Myötäsyklisyys johtui sekä rahoituslaitosten tekemistä sopimuksista että finanssialan sääntelystä.

Riskisensitiivisyyteen perustuvat valvontajärjestelmät ovat toisaalta vääjäämättä jossakin määrin myötäsyklisiä. Taantuman aikana luottokannan laatu heikkenee ja pääomavaatimukset nousevat. Nousukauden aikana ilmiö on päinvastainen. Finanssikriisin yhteydessä kuitenkin havaittiin, että Basel-järjestelmään sisältyy liiallisen myötäsyklisiä elementtejä.

Myötäsyklisyyden vahingollisten vaikutusten välttämiseksi seuraavia parannusehdotuksia finanssimarkkinoiden sääntelyyn on esitetty:

- pankkien riskiarvioinnissa olisi huomioitava kokonaisen taloussyklin asettamat vaatimukset eikä vain meneillään olevan suhdanteen aikainen vakavaraisuustilanne;
- vastasyklisen reservien (puskureiden) käyttöönottoa tulisi laajentaa. Puskureiden varat kerättäisiin noususuhdanteessa ja purettaisiin laskusuhdanteessa. Vaihtoehtoinen keino olisi muokata pääomavaatimuksia vastaavalla tavalla antisyklisesti;
- osakkeiden arvostuksen volatiliteetin vähentymistä ei tulisi huomioida nykyisissä määrin riskitasoa alentavana seikkana. Matala volatiliteetti ja lisääntyvä luotonanto ovat merkkejä epärationaalisen matalasta riskinvälttämisestä ja siten ennakoivat tulevaa suhdannekäännettä;
- Likviditeetin arvioinnissa tulisi määrällisten kriteereiden lisäksi painottaa laadullisia (vastapuoliriski, monimutkaisten instrumenttien läpinäkyvyys) sekä maturiteetin muuttamisriskejä (maturity transformation risk), kuten lyhyen aikajänteen rahoittamisen tarvetta;
- Taseen ulkopuolisten sijoitusinstrumenttien sääntelyä olisi kiristettävä. Näitä koskevia vakavaraisuusvaatimuksia olisi selvennettävä ja mahdollisesti niiden pääomavaatimuksia korotettava.
- ”Tier 1”-tason pääomien määritelmä olisi yhdenmukaistettava EU:n alueella. Tämä koskee etenkin sitä, millä tavoin hybridi-instrumentteihin on suhtauduttava. Olisi harkittava, että ”Tier 1”-instrumenteiksi luettaisiin jatkossa vain oma pääoma ja reservit.
- Kirjanpito- ja tilinpäätösvaatimukset, joiden mukaan varat on vakavaraisuuden mittaamisessa arvostettava niiden käypään markkina-arvoon, ovat omiaan vahvistamaan myötä-

syklisyyttä. Vaikka kyseistä arvostamisperiaatetta pidetään monelta osin mielekkäänä, olisi kuitenkin harkittava, jos käypään arvoon kirjaamisen käyttöä tulisi rajoittaa tietyissä tilanteissa. Pankeilla tulisi olla mahdollisuus arvostaa varoja myös esimerkiksi hankinta-arvoonsa tietyin edellytyksin. Tämä koskisi tilanteita, joissa varat on hankittu pidemmän aikajänteen sijoitustoimintaa varten, jolloin päivittäisillä markkina-arvojen heilahteluilla ei tulisi olla vakavaraisuutta arvioitaessa keskeistä merkitystä.

- Rahoituslaitosten johtokunnan ja hallituksen kelpoisuusvaatimuksia olisi selvennettävä ja tiukennettava.

3.2.6 Yhteenvetoa

Keskuspankkien politiikka, vaihtotaseiden epätasapaino ja finanssimarkkinoiden kehitys loivat ympäristön, jossa sijoittajat aktiivisesti hakivat korkeampia tuottoja etsimällä uusia, riskillisempiä sijoitusmahdollisuuksia. Samassa yhteydessä sijoitusten riskillisyyttä useammin hinnoiteltiin väärin. Investointituotteet kehittyivät innovatiivisemmiksi ja monimutkaisemmiksi. Uusiin tuotteiden tavoitteena oli parantaa sijoitustuottoja ja hajauttaa riskiä. Korkeatuottoisiin sijoitustuotteisiin ja -strategioihin liittyi usein suuri velkavivun käyttö.

Velkavivun käyttäminen ja sijoitusten riskillisyyden lisääminen kehittyivät dynaamisesti. Kun sijoitukset tuottivat nopealla aikajänteellä korkeita tuottoja, syntyi vaikutelma siitä, että sijoitustoiminnan riskitaso on pysyvästi madaltunut. Korkeat tuotot vahvistivat finanssilaitosten taseita. Se teki niistä kuitenkin samalla haavoittuvia, sillä nopea muutos taloussyklissä tarkoitti nopeaa tasevarallisuuden käyvän arvon alentumista. Tätä haavoittuvuutta ei kuitenkaan kyetty riittävässä määrin tunnistamaan ja huomioimaan.

Finanssijärjestelmien eri osa-alueet ovat huomattavasti lähemmin toisiinsa kytkettyinä kuin mitä aiemmin on ymmärretty. Esimerkiksi arvopaperistamisketjun eri toimijoiden komplementaarinen luonne, finanssimarkkinoiden ja eri instituutioiden läheiset yhteydet sekä pääomamarkkinan ja rahoituksen likviditeetin voimakas keskinäinen vuorovaikutus kävivät ilmeiseksi vasta kriisin syvennyessä.

Euroopan kykyä vastata nopeasti kehittyneeseen kriisiin heikensi riittämätön kriisinhallintainfrastruktuuri. Euroopan keskuspankki oli nopein reagoimaan tarjoamalla likviditeettiä pankkien väliselle markkinalle. Kun yhteistä järjestelmää kriisien hallinnalle ei ollut, jäsenvaltioita kohtasi hyvin vaikea tilanne asian hallitsemiseksi. Suurimpien finanssilaitosten osalta niiden oli reagoitava nopeasti ja käytännönläheisesti konkurssien välttämiseksi.

3.3 Kriisin seurannaisvaikutukset työeläkejärjestelmän kannalta

3.3.1 Vaikutukset vakuutusosalalle yleisesti

Finanssikriisin taustalla oli finanssimarkkinoiden sääntelyn ja valvonnan epäonnistuminen monella eri osa-alueella. Vakuutusalaan kriisi on vaikuttanut pääosin välillisesti. Kriisillä ei ollut vaikutusta perinteiseen henki- ja vahinkovakuutusliikkeeseen. Vakuutusyhtiöt ovat kuitenkin merkittäviä sijoittajia finanssimarkkinoilla. Useat vakuutusyhtiöt ovat myös osa pankkisektorilla toimivaa finanssikonglomeraattia. Finanssikriisin seurauksena useiden sijoitustuotteiden arvot laskivat voimakkaasti. Varallisuusarvojen lasku on heikentänyt myös vakuutusyritysten vakavaraisuutta, vaikka vakuutusliiketoiminta olisikin jatkunut ennallaan. Kuitenkin sellaisten vakuutusyhtiöiden, jotka olivat osallistuneet muun muassa strukturoitujen asuntolainatuotteiden luotto-

tappioiden vakuuttamiseen, luottoriskit toteutuivat laajamittaisemmin kuin mitä ennalta arvioiden pidettiin mahdollisena.⁶⁴

Vakuutusyhtiöiden sijoitussalkku on tavanomaisesti laajalti hajautettu ja painottuu korkealaatuisiin sijoituksiin. Tästä syystä niiden sijoitusten varallisuusarvot kestivät suhteellisen hyvin finanssikriisin ensivaiheet, kun arvonalentuminen oli nopeinta riskillisimmissä sijoitustuotteissa. Kun alkanut finanssiturbulenssi muuttui täydeksi kriisiksi ja lopulta talouden taantumaksi, myös vähäriskisimmätkin sijoitustuotteet menettivät arvoa.

3.3.2 Vaikutukset Suomen työeläkejärjestelmään

Finanssikriisi vaikutti Suomen työeläkejärjestelmän rahoituksen vakauteen ensisijaisesti kahdella eri tavalla:

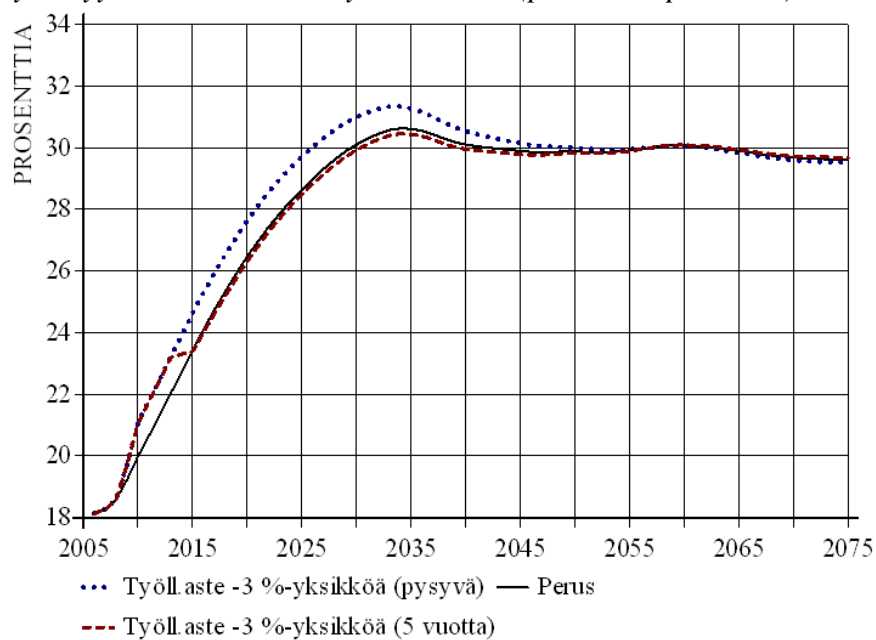
- *Eläkerahastojen* osalta finanssikriisin ja sitä seuranneen taloustaantumien vaikutukset olivat merkittäviä, sillä työeläkelaitosten sijoitusomaisuuden, etenkin osakkeiden, arvot laskevat tuntuvasti; ja
- *Jakojärjestelmän* osalta rahoitustilanne heikkenee työllisyysasteen pienentyessä ja työllisyyskehityksen ollessa aiemmin ennakoitua heikompaa. Tämä johtaa pienempiin maksutuloihin. Sen sijaan järjestelmästä maksettaviin eläkkeisiin tällä ei ole huomattavaa vaikutusta.

Finanssikriisin vaikutukset eläkemaksukertymään. Eläketurvakeskuksen arvion mukaan finanssikriisin toistaiseksi koetut välittömät vaikutukset työeläkejärjestelmän pitkän aikavälin rahoitusnäkymiin eivät ole kriittisiä. Finanssikriisi ja sitä seurannut talouden taantuma vaikuttaa työeläkejärjestelmän rahoitukseen ainakin seuraavasti:

- Työllisyysasteen aleneminen vähentää työeläkemaksukertymää. Jos työllisyysaste alenisi kriisin seurauksena pysyvästi 3 %, siitä seuraisi työeläkemenoon lähes prosenttiyksikön korotus verrattuna vuonna 2007 tehtyyn ennusteeseen. Työttömyysjaksot eivät kartuta täysimääräisesti eläkkeitä, minkä seurauksena työeläkemenojen kasvu jää pienemmäksi. Väliaikainen työllisyysasteen pudotus ei juuri vaikuta eläkemenoon tai eläkemaksutasoon:

⁶⁴ Yhdysvaltalainen American International Group (AIG), jota on pidetty maailman suurimpana vakuutusyhtiönä, harjoitti laajasti tämänlaista vakuuttamista. Sen riskienhallintajärjestelmät osoittautuivat riittämättömiksi, ja sen finanssituotteiden yksikkö julkisti noin 10 miljardin dollarin tappiot vuodelle 2007 ja vielä suurempia tappioita vuoden 2008 ensimmäiselle kuudelle kuukaudelle. Lopulta Yhdysvaltain hallinnon oli pelastettava yhtiö 150 miljardin dollarin pelastusoperaatiolla syys-marraskuussa 2008.

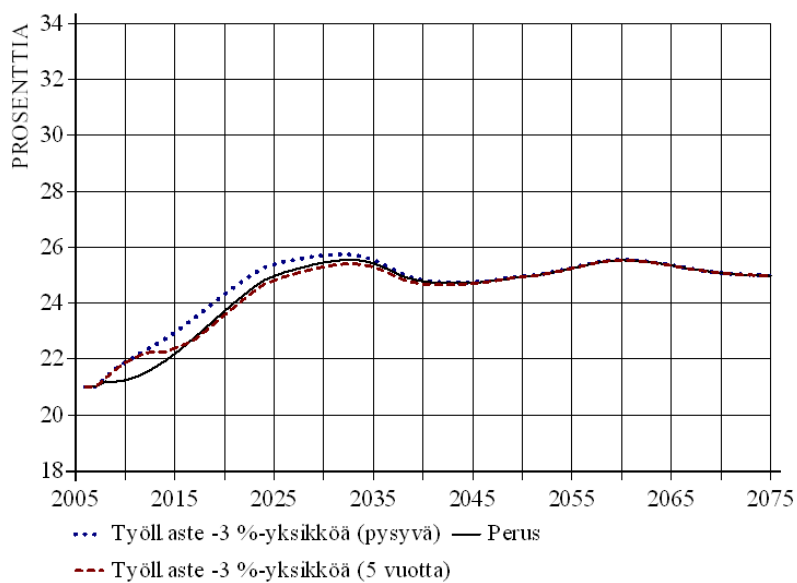
Työllisyysasteen vaikutus TyEL-menoon (prosenttia palkoista)



Lähde: Eläketurvakeskus

- Työllisyysasteen kehityksellä on noin puolen prosenttiyksikön vaikutus työeläkemaksuun. Vaikutus tasoittuisi noin 20 vuoden kuluttua:

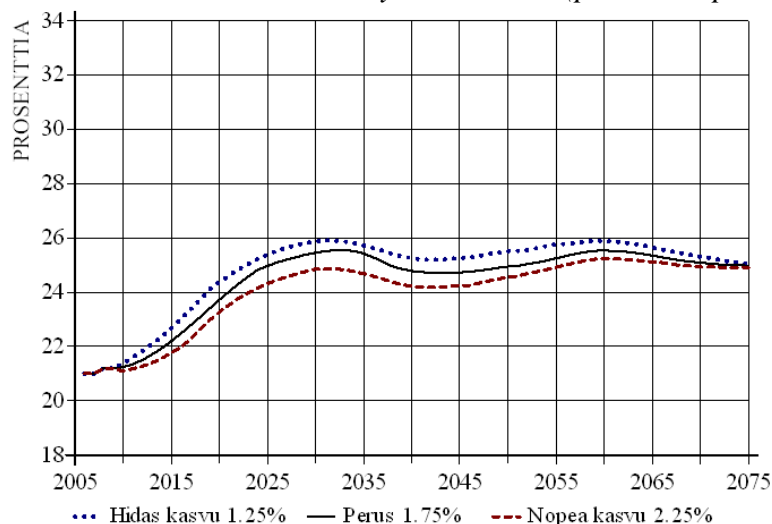
Työllisyysasteen vaikutus TyEL-maksuun (prosenttia palkoista)



Lähde: Eläketurvakeskus

- Finanssi- ja talouskriisi on kääntänyt talouskasvun negatiiviseksi vuodelle 2009. Jos talouskasvu jatkuu hitaana tulevina vuosina, tällä on työeläkemaksun korotuspaineeseen todennäköisesti alle prosenttiyksikön vaikutus:

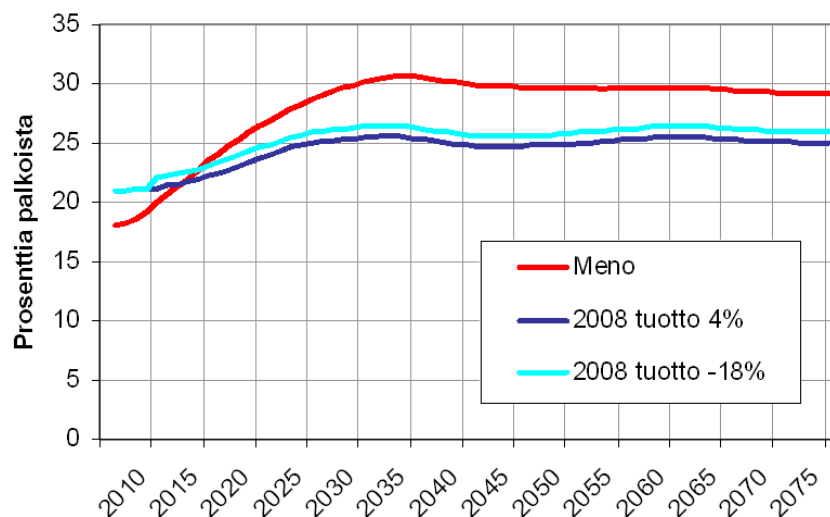
Ansiotason nousun vaikutus TyEL-maksuun (prosenttia palkoista)



Lähde: Eläketurvakeskus

- Vuoden 2008 sijoitustappiot jo sellaisenaan johtavat työeläkemaksun korotuspaineen kasvamiseen, joskin vaikutus jää alle prosenttiyksikköön:

TyEL-menot ja -maksut (prosenttia palkkasummasta)



Lähde: Eläketurvakeskus

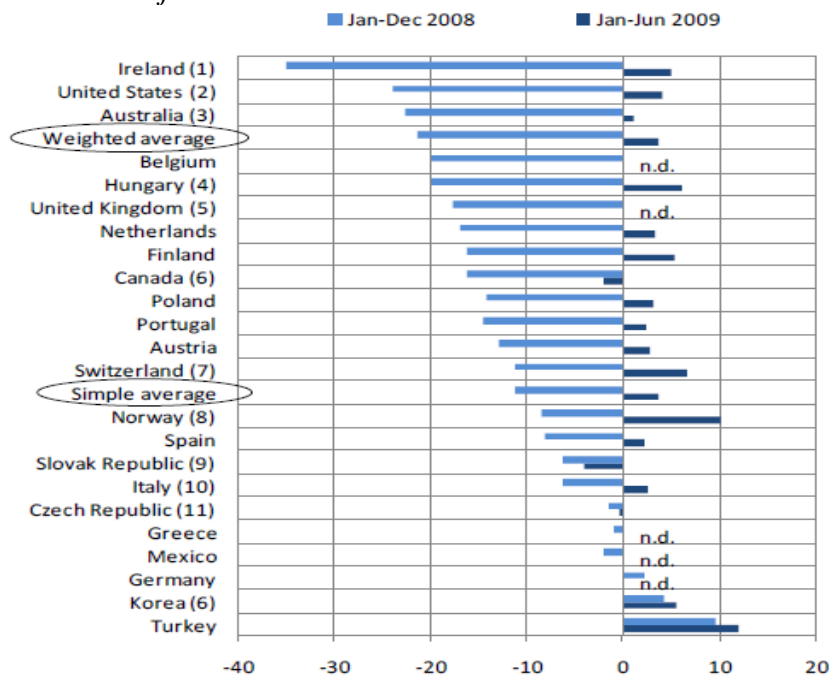
Vuoden 2009 aikana työeläkelaitosten korkeat sijoitustuotot (14,6 %, reaalin) ovat jo valtaosin purkaneet vuoden 2008 sijoitustappioiden aiheuttamaa lisäystä työeläkemaksujen korotuspaineeseen.

Finanssikriisin vaikutukset eläkerahastoihin. *Kansainvälisten eläkevakuutusrahastojen* osalta on esitetty arvio, että rahastojen arvo aleni noin 5,4 biljoonaa dollaria (20 %) vuoden 2008 aikana.⁶⁵ Tämä johti laitosten vakavaraisuuden nopeaan alentumiseen.

Eläkerahastojen sijoitustuottojen kehitys oli Suomessa vastaavansuuntainen kuin muualla maailmassa. Sijoitustuotot painuivat sekä Suomessa että muissa OECD-maissa voimakkaasti tappiolle vuonna 2008:

⁶⁵ OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No. 36, Private Pensions and Policy Responses to the Financial and Economic Crisis, s. 2.

Eläkerahastojen nominaalituotot eräissä OECD-maissa:

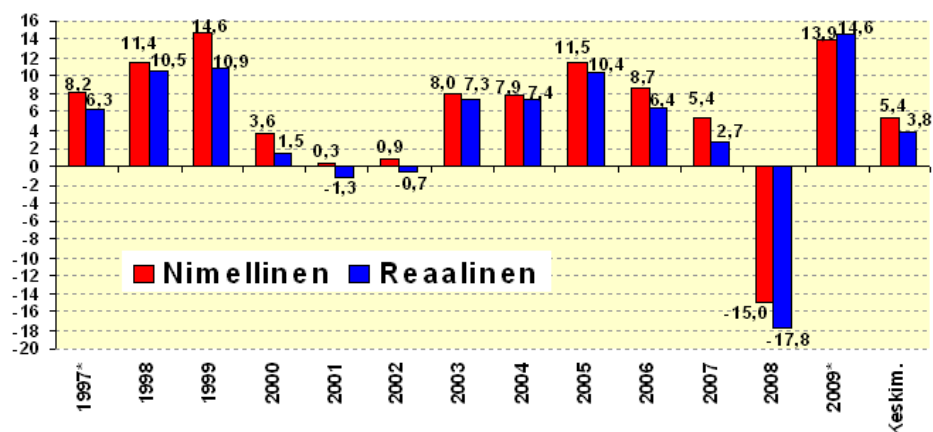


Lähde: OECD, Pension Markets in Focus, October 2009, Issue 6

Suomen työeläkerahastojen sijoitustuotot olivat edellä sanotulla vuoden 2008 tarkastelujaksolla OECD-maiden keskiarvon yläpuolella.⁶⁶ OECD-maiden eläkerahastojen nominaalituotto oli -21,4 % ja reaalityttö -24,1 %.

Työeläkevakuuttajat TELA:n tilaston mukaan Suomen yksityisten alojen työeläkesijoitusten vuoden 2008 reaalin keskituotto oli noin -17,8 %:

Yksityisalojen työeläkesijoitusten keskituotto vuosittain ja keskimäärin pääomapai-notettuna 1997-2009, %/v sitoutuneelle pääomalle



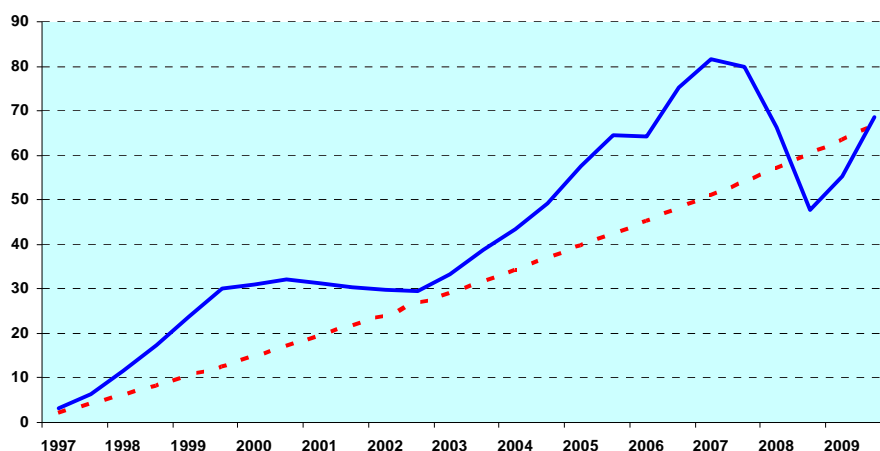
Vuosien 1997 ja 2009 osalta vain työeläkeyhtiöiden tiedot. Pääomapainottamaton reaalin keskituotto vuosina 1997-2009 on noin 4,1 %/v.

Lähde: TELA

⁶⁶ Verrattaessa työeläkelaitosten sijoitustoimintaa kansainvälisesti on huomattava, että suomalaisena erikoisuutena on se, että eläkerahastot ovat osa pakollista lakisääteistä eläketurvajärjestelmää. Lisäksi eläkerahastojen vakavaraisuusvaatimuksissa on erilaisia kansallisia ratkaisuja.

Työeläkelaitosten vuoden 2009 korkeat sijoitustuotot ovat palauttaneet työeläkelaitosten sijoitustuotot 4 % tasolle, jota on pidetty pitkän aikavälin laskelmissa sijoitustoiminnan reaalityuottotason oletusarvona.⁶⁷

Yksityisalojen työeläkesijoitusten reaaliakasvu tuottojen johdosta 1997-2009, %



Lähde: TELA

Tuottotason kehityksen ja sijoitusten arvonnvaihtelun lisäksi finanssikriisi on heijastunut eläkerahastojen sijoitusallokaatioon. OECD-maiden eläkerahastojen sijoituksista joulukuussa 2007 yli 50 % muodostui osakkeista, kun joulukuuhun 2008 mennessä oli alentunut 41 prosenttiin. Suomessa sijoitusallokaation muutos oli vastaavansuuntainen. Suomen yksityisten alojen työeläkelaitosten sijoituksista oli joulukuun 2007 lopussa 45,2 % osakkeissa ja osaketyyppisissä sijoituksissa, rahastoissa, kun vastaavaan aikaan vuonna 2008 kyseisten sijoitusten osuus oli 29,7 %. Osuuden vähentyminen oli seurasta pääasiassa sijoitusten arvonalentumisesta. Vuoden 2009 lopussa 35,4 % yksityisten alojen työeläkelaitosten sijoituksista oli jälleen osakkeita. Osuuden kasvu johtui ennen kaikkea osakkeiden arvonnoususta sekä jossain määrin osakkeiden ostoista.

Kansainvälisissä vertailuissa suurimpia tappioita vuonna 2008 kärsivät ne eläkerahastot, joilla on ollut suurin osuus sijoituksista osakkeissa. Tämän seurauksena eräissä maissa on sijoitusriskiä (ja siten osakkeiden painoarvoa eläkerahastojen sijoitussalkussa) on tietoisesti vähennetty. OECD:n arvion mukaan riskin vähentämiseen liittyy olennainen vaara koettujen tappioiden pysyvästä realisoitumisesta (*locking in of portfolio losses*) ja siitä, että eläkerahastojen tuleva tuottotaso jää matalammaksi.⁶⁸ Kansainvälisesti parhaimpia tuottoja näyttäisivätkin saavuttaneen vuonna 2009 niiden maiden eläkerahastot, joiden osakepaino on pysynyt korkeana finanssikriisin aikana.⁶⁹

3.4 Vuoden 2008 määräaikaislaki

Työeläkelaitosten osakesijoitusten tuotot kääntyivät selvään laskuun vuonna 2008 ja sen myötä eläkelaitosten vakavaraisuustilanne aleni nopeasti. Jotta eläkelaitokset eivät joutuneet myymään osakeomistuksiaan epäedullisessa markkinatilanteessa, eduskunta päätti muuttaa tilapäisesti vakavaraisuusvaatimuksia säätämällä lain ”lakisääteistä eläkevakuutustoimintaa harjoittavien eläkelaitosten vanhuuseläkkeiden rahastointia ja toimintapääomaa koskevien säännösten väliaikaisesta muuttamisesta” (853/2008; jäljempänä *määräaikaislaki*) vuosille 2008-2010. Määräaikai-

⁶⁷ Neljän prosentin tuottotason oletamaa on käytetty työeläkejärjestelmää koskevissa pitkän ajanjakson ennusteissa vuodesta 2007 lukien; ennen tätä vastaavana lukuna käytettiin yleisesti 3,5 %.

⁶⁸ OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No. 36, Private Pensions and Policy Responses to the Financial and Economic Crisis, s. 4. Ks. myös ”The consequences of the financial turmoil for the private pension funds”, Raymond Van der Putten, BNP Paribas, October 2009, s. 4.

⁶⁹ Vuoden 2009 osalta ei ole toistaiseksi käytettävissä koko vuoden jaksoa koskevia kansainvälisiä vertailuja, joten tältä osin päätelmä on alustava.

sella lailla parannettiin työeläkelaitosten laskennallista vakavaraisuutta muuttamalla vakavaraisuuden laskennassa vastuuvelan ja toimintapääoman välisen rajan määrittelyä.

Kansainvälinen vertailu. Vaikka määräaikailla toteutetut toimenpiteet olivat sinänsä poikkeuksellisia toimenpiteitä, monissa muissakin maissa finanssikriisin seurauksena tehtiin poikkeuksellisia toimenpiteitä eläkerahastoihin kohdistuneiden haasteiden vuoksi.

Keskeinen toimenpide on ollut eläkerahastojen vakavaraisuusvalvonnan lisääminen. Esimerkiksi Saksassa eläkerahastojen on tehtävä kaksi stressitestiä vuodessa aiemman yhden sijaan. Stressitestausvaatimuksia on kiristetty myös Ruotsissa, Portugalissa ja Slovakiassa.

Valvonnan tiukentamisen lisäksi useassa maassa on tehty myös pidemmälle meneviä, tilapäisiä muutoksia. Tämänlaisia finanssikriisin vaatimia ja luonteeltaan tilapäisiä muutoksia yksityisten alojen työeläkerahastojen sääntelyyn tehtiin muun muassa seuraavasti:

- *Alankomaissa* pidennettiin määräaika, jonka kuluessa eläkerahaston on toimitettava valvontaan suunnitelma rahaston taloudellisen tilanteen tervehdyttämiseksi. Lisäksi aikaa rahaston taloudellisen tilanteen tervehdyttämiseen pidennettiin kolmesta vuodesta viiteen vuoteen;
- *Irlannissa* pidennettiin määräaikoja eläkerahastojen rahoitussuunnitelmien laadinnalle ja rahastojen taloudellisen tilanteen tervehdyttämiseksi sekä lievennettiin näitä koskevia sisältövaatimuksia;
- *Norjassa* työeläkerahastoille oli asetettu kolmen vuoden määräaika lisätä vakavaraisuutta uusien kuolevuusennusteiden vuoksi, mutta finanssikriisin johdosta määräaika pidennettiin viiteen vuoteen;
- *Tanskassa* säädettiin useista eri toimenpiteistä finanssikriisin vaikutusten lieventämiseksi; muun ohella sijoitusten riskillisyyden vaikutusta vakavaraisuusvaatimuksiin vähennettiin ja eläkevastuiden täydentymistä hidastettiin. Tanskassa muutosten taustalla oli etenkin huoli siitä, että eläkelaitokset olisivat joutuneet vakavaraisuussääntöjen johdosta myymään tanskalaisia asuntoluottoihin sidottuja joukkovelkakirjoja heikentäen asuntomarkkinoiden ja asunnonomistajien tilannetta entisestään;
- *Tsekissä* eläkerahastojen valvontaviranomainen on lykännyt rahastojen varojen arvostamista käypään arvoon (mark-to-market) eri sijoituslajien poikkeuksellisen suuren volatiliiteetin johdosta;
- *Iso-Britanniassa* valvontaviranomainen kehotti rahastojen edunvalvojia (*trustees*) joustavuuteen arvioidessaan työeläkerahastojen taloudellisen tilanteen tervehdyttämissuunnitelmia.

Vaikka useissa valtioissa eläkerahastojen sijoitusten arvot ovat laskeneet merkittävästi ja useat eläkejärjestelmät ovat selkeästi alirahoitettuja, eläkemaksuja ei edes *defined benefit* -järjestelmiä toteuttavien rahastojen täydentämiseksi ei ole ilmeisesti nostettu. Tämän on arveltu johtuvan ensisijaisesti siitä, että eläkemaksujen nostaminen voimistaisi taloustaantumaa ja sitä myöten heikentäisi edelleen myös työeläkejärjestelmän rahoitusta sekä lyhyellä että pitkällä tähtäimellä. Sen takia ratkaisut on pyritty löytämään eläkevastuiden laskentasääntöjä tai etuuksien määrää tarkistamalla.

Määräaikaishoidon säätämiseen johtanut kehitys. Työeläkevakuutuslaitosten vakavaraisuusaste aleni vuonna 2008 nopeasti, kun finanssikriisin seurauksena kaikkien eri sijoitusluokkien varallisuusarvot ryhtyivät alenemaan. Erityisen nopeaa arvonaleneminen oli pörssinoteeratuissa osakkeissa.

Työeläkevakuutuslaitosten yhteenlaskettu toimintapääoma oli 1,8-kertainen yhteenlaskettuun vakavaraisuusrajaan nähden kesäkuun 2008 lopussa. Työeläkevakuutusyhtiöiden yhteenlaskettu toimintapääoma oli 13 miljardia euroa ja kaikkien työeläkelaitosten yhteenlaskettu toimintapääoma 14,6 miljardia.

Vuoden 2008 kesäkuun jälkeen työeläkelaitosten vakavaraisuustilanteen aleneminen jatkui. Syyskuussa 2008 työeläkevakuutusyhtiöiden yhteenlaskettu toimintapääoma oli enää vain noin 1,5-kertainen yhteenlaskettuun vakavaraisuusrajaan nähden. Kaikki työeläkeyhtiöt kuitenkin ylittivät vakavaraisuusrajan ja täyttivät lakisääteisen toimintapääomavaatimuksen, joka on 2/3 vakavaraisuusraja. Finanssimarkkinoiden kehityksen arveltiin tuolloin olevan edelleen heikentävä.

Laskevien varallisuusarvojen oloissa työeläkelaitokset voivat nostaa vakavaraisuusasteensa vain myymällä riskillisimpiä sijoituskohteita ja ostamalla tilalle vähemmän riskillisiä sijoituskohteita. Määräaikaishoidon säädettäessä arvioitiin, että työeläkelaitokset myyvät tai joutuvat myymään osakevarallisuuttaan vakavaraisuusasteensa nostaakseen. Myynnit olisivat toteutuneet markkinatilanteessa, jossa osakkeiden markkina-arvot ovat poikkeuksellisen alhaalla.

Yksityisalojen työeläkelaitosten varallisuudesta oli kesäkuun 2008 lopussa noin 23 miljardia euroa (noin 28 %) pörssinoteeratuissa osakkeissa. Näistä suomalaisten yritysten pörssinoteerattuja osakkeita oli yli 8 miljardin arvosta. Lähes kaikki sijoitukset suomalaisiin pörssiosakkeisiin oli tehty suorina sijoituksina eikä osakerahasto-osuuksina tai muina välillisinä sijoituksina. Sen sijaan ulkomaisissa sijoituksissa rahasto-osuudet painoutuivat enemmän.

Yksityisalojen työeläkelaitosten vastuiden täydennyssäännösten keskeinen osa, eli *eläkevastuun täydennyskerroin*, määräytyy viiveellä eläkelaitosten toteutuneen keskimääräisen vakavaraisuuden perusteella. Vuoden 2008 alkupuoliskolla sovellettu täydennyskerroin määräytyi vuoden 2007 keskimääräisen vakavaraisuustilanteen perusteella. Vuoden 2008 loppupuoliskolla sovellettava täydennyskerroin määräytyi vuoden 2008 maaliskuun keskimääräisen vakavaraisuuden perusteella. Alkuvuonna 2008 täydennyskerroimen arvo oli 3,03 ja loppuvuonna 1,58. Toteutuneiden markkinailmiöiden nopeuteen nähden viive vakavaraisuuden ja täydennyskerroimen soveltamisjaksoon on pitkä ja vuonna 2008 mainittu poikkeama alkuvuoden tilanteesta loppuvuoden tilanteeseen oli huomattava.

Edellä sanotun kehityskulun haitallisten vaikutusten torjumiseksi määräaikaishoidolla tehtiin seuraavat vuoden 2010 loppuun saakka voimassa olevat muutokset työeläkejärjestelmän vakavaraisuussäätelyyn:

- *Vuoden 2008 osalta eläkerahastoja täydennettiin vain rahastokoron (3 %) verran. Ilman määräaikaishoidon säätämistä rahastokoron lisäksi sijoitustuotoista olisi käytetty täydennyskerroimen mukainen osa vanhuus-eläkerahastojen korotuksiin.*⁷⁰ Määräaikaishoidolla tästä poikettiin vuoden 2008 osalta. Täydennyskerroimen huomioimatta jättämisestä vapautuneet varat siirrettiin eläkelaitosten toimintapääomaan, jolloin vastuuvelka muodostui pienemmäksi ja eläkelaitoksen toimintapääoma suuremmaksi. Toimenpide merkitsi, että 2 prosentin (1,4 miljardia euroa) siirto eläkelaitosten toimintapääomasta eläkkeiden rahastoituihin

⁷⁰ Jos työeläkelaitosten vakavaraisuusaste on alhainen, voi täydennyskerroin määräytyä nollassa muutoinkin. Esimerkiksi vuonna 2009 se määräytyi nollassa.

osiin jätettiin tekemättä. Vastaava summa tuottoineen kuitenkin siirtyy arviolta seuraavan kymmenen vuoden aikana vanhuuseläkevastuisiin sitä kautta, että määräaikalain johdosta korkeammiksi muodostuneet työeläkelaitosten keskimääräiset toimintapääomat johtavat korkeampaan eläkevastuiden täydennyskertoimeen. Tammikuussa 2009 tehdyssä sosiaalilupossa on kirjaus, jonka perusteella työmarkkinajärjestöt neuvottelevat erikseen ratkaisun normaaliaikojen rahastointiin palaamisesta.

- *Vastuuvelkaan sisältyvästä tasausvastuusta rinnastettiin osa⁷¹ tilapäisesti työeläkelaitosten toimintapääoman eräksi vakavaraisuutta laskettaessa. Tätä osaa tasausvastuusta ei myöskään lueta siihen vastuuvelkaan (vakavaraisuusvastuu), josta vakavaraisuusraja lasketaan. Vakavaraisuusvastuu on pienempi ja toimintapääoma suurempi kuin ilman määräaikalakia. Tasausvastuun osan rinnastaminen ei vaikuta työeläkelaitoksen taseen vastuuvelkaan.*
- *Eläkelaitosten toimintapääoman vähimmäismäärävaatimusta alennettiin tekemällä se riippumattomaksi eläkelaitoksen sijoitusjakaumasta. Toimintapääoman vähimmäismäärä on määräaikalain voimassaoloaikana työeläkeyhtiöillä 2 % vakavaraisuusvastuusta ja työeläkesäätiöillä ja -kassoilla 1 %.*
- *Osaketuottosidonnaisuuden vaikutus vastuuvelkaan nostettiin kymmenesosaan ilman vuoden 2007 sijoitusuudistuksessa säädettyä siirtymäaikaa (2007: 2 %, 2008: 4 %, 2009: 6 %, 2010: 8 %, 2011: 10 %).⁷²*
- *Edellä mainittujen määräaikaisten säännösten soveltamisalan ulkopuolelle rajattiin eläkelaitoksen vakuutusmaksun ja kannatusmaksun alennukset. Tämä tarkoittaa, että määräaikalaille ei käytännössä lisätty työeläkelaitosten mahdollisuutta jakaa ns. asiakashyvityksiä, sillä asiakashyvityksiä määrättäessä määräaikalakiin sisältyvää täydennyskertoimeen perustuvaa siirtoa eikä rinnastettavaa tasausvastuun osaa saa huomioida.⁷³*

3.5 Määräaikalain vaikutukset Suomen työeläkejärjestelmään

Arvioidut vaikutukset syksyllä 2008. Täydennyskertoimen asettaminen nolnaan vuodelta 2008 arvioitiin yhtäältä alentavan vakavaraisuuslaskennassa käytettävää vastuuvelkaa noin 1,8 prosenttia ja toisaalta nostavan toimintapääomia suhteessa vastuuvelkaan noin 2,1 %-yksikköä.⁷⁴

Osaketuottosidonnaisuuden asteen nostaminen 10 prosenttiin jo vuonna 2008 johti siihen, että vastuuvelka aleni ja toimintapääoma kasvoi.⁷⁵ Määräaikalakia säädettäessä muutosten vaikutusten suuruudesta ei ollut varmuutta, sillä niiden vaikutukset jäivät riippumaan olennaisesti osaketuottojen todellisesta kehityksestä. Kokonaisuutena määräaikalain arvioitiin vahvistavan yksityisalojen työeläkelaitosten toimintapääomaa 9-10 prosenttia suhteessa vastuuvelkaan lain voimaantuloajankohtana.⁷⁶

Määräaikalain mukaisilla toimenpiteillä pyrittiin vahvistamaan eläkelaitosten vakavaraisuutta ja hillitsemään kansainvälisen rahoitusmarkkinatilanteen vaikutuksia siihen.

⁷¹ 4 % eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskennassa käytettävästä vastuuvelasta.

⁷² Vastaava muutos tehtiin myös vakavaraisuusrajaan.

⁷³ Osaketuottosidonnaisen lisävuutusvastuun siirtymäajan poistuminen on voinut välillisesti vaikuttaa eläkelaitoksen mahdollisuuteen jakaa asiakashyvityksiä vähäisessä määrin.

⁷⁴ HE 180/2008, s. 4.

⁷⁵ HE 180/2008, s. 4.

⁷⁶ HE 180/2008, s. 4.

Toteutuneet vaikutukset. Sosiaali- ja terveysministeriön 20.5.2009 nimittämä asiantuntijatyöryhmä on selvittänyt määräaikaistalouden vaikutuksia työeläkejärjestelmään. Asiantuntijatyöryhmä on antanut arvionsa määräaikaistalouden vaikutuksista 1.10.2009. Laaja-alaisen työryhmän arvio kyseisestä ehdotuksesta esitetään jäljempänä jaksossa 4.

3.6 Kriisin pitkän aikavälin merkityksestä

Finanssikriisin ja sitä seuranneen taloustaantumien kestosta ja tulevasta kehityksestä ei toistaiseksi ole selvyyttä. Kansainvälinen valuuttarahasto IMF totesi lokakuussa 2009, että maailman talouskasvu on kääntynyt nousuun ja finanssimarkkinoiden elpyminen on alkanut.⁷⁷ Teollistuneiden maiden talouskasvun ennakoidaan olevan kuitenkin vain noin 1,25 prosenttia vuonna 2010. Kehittyvien talouksien kasvun arvioidaan sen sijaan olevan nopeaa ja yltävän lähes viiteen prosenttiin vuonna 2010. Kehittyvien maiden kasvussa keskeisiä ovat etenkin Kiina ja Intia.

Maailmantalouden palautuminen kasvu-uralle on ollut seurausta maailmanlaajuisista julkisen vallan toimenpiteistä, joilla on palautettu luottamus finanssimarkkinoihin ja elvytetty teollisuuden kysyntää. Keskeisiä toimenpiteitä finanssi- ja talouskriisin taittamisessa ovat olleet:

- Keskuspankkien nopeat ja laajat ohjauskorkojen leikkaukset;
- Valtioiden samanaikaiset ja mittavat teollisuuden elvytystoimenpiteet;
- Finanssivalvojen suorittamat pankkien stressitestit ja näiden perusteella tehdyt tarvittavat tukitoimenpiteet; ja
- Kansainvälisen valuuttarahasto IMF:n toimenpiteet kehittyvien maiden finanssimarkkinoiden tukemiseksi.

Vuonna 2009 koettu nopea maailmantalouden ja finanssimarkkinoiden positiivinen kehitys saattaa laantua hitaan kasvun uralle, koska kehityksen taustalla olleet tukitoimet ovat luonteeltaan väliaikaisia. Näiden vaikutus vähenee olennaisesti jo vuoden 2010 kuluessa. Rahoituksen niukkuus on myös keskeinen kasvupotentiaalia rajaava seikka. Vaikka pankit ovat Yhdysvalloissa ja Euroopassa laajalti parantaneet vakavaraisuuttaan pääomahankinnoilla, ei vuosina 2008-2009 koettuja tappioita ja alaskirjauksia kateta vielä vuoden 2010 aikana.

Kansainvälinen valuuttarahasto IMF lisäksi ennakoii, että talous voi kehittyä myös ennakoitua heikommin etenkin kehittyneissä maissa. Riskitekijöinä pidetään kasvavaa työttömyyttä ja mahdollista uutta luottamuspulaa finanssisektorin vakauteen (esimerkiksi mahdollisen konkurssiaallon seurauksena). Näistä voi seurata uudelleen varallisuusarvojen laskun kierre ja deflaatio.

Aiempien finanssi- ja talouskriisien perusteella ei ole mahdollista ennakoida vuodesta 2008 alkaen koetun kriisin kestoa ja pitkän aikavälin merkitystä. Historiallisessa tarkastelussa on löydettyä esimerkkejä siitä, että talous on palautunut nopeasti kriisiä edeltäneelle tai jopa sitä korkeammalle kasvu-uralle, mutta useammin seurauksena on kasvu-uran heikentyminen. Jälkimmäisissä tilanteissa suhteelliset negatiiviset vaikutukset ovat olleet lähes samansuuruisia sekä työllisyysasteeseen että teollisuuden kokonaistuotantoon.

Finanssikriisi- ja sitä seurannut maailmanlaajuinen taloustaumana on kuitenkin seurausta useista maailmantaloudessa jo hyvin pitkään vaikuttaneista kehityssuunnista. Tämä viittaa siihen, että kyseessä ei välttämättä ole vastaavanlainen laskusuhdanne kuin mitä on koettu viimeisinä vuosikymmeninä vaan osa laajempaa maailmantalouden rakenteiden muutosta. Tulevaisuudessa maailmantalouden kasvu ei välttämättä enää perustu amerikkalaisen kulutuskysynnän velkavetoiseen kasvuun, vaan kasvu voi olla Aasia-vetoista. Työeläkejärjestelmän sijoitustoiminnan kannalta

⁷⁷ International Monetary Fund, World Economic Outlook, October 2009.

tämä saattaa merkitä painopisteen siirtymistä eurooppalaisista tai yhdysvaltalaisista sijoituksista Aasian maiden sijoitusmarkkinoihin.

Finanssikriisin yhteydessä useiden sijoitustuotteiden keskinäiset korrelaatiot nousivat historiallisen korkealle tasolle. Tulevissa kriiseissä kyseisenlaista korrelaatiokäyttäytymistä ei ole mahdollista pois sulkea. Työeläkejärjestelmän sijoitustoiminnan sääntelyn kehittämisessä on huomioitava se, että sijoitusten hajauttaminen ei lisää sijoitustoiminnan turvaavuutta tilanteessa, joissa kaikkien sijoitusinstrumenttien arvot alenevat samanaikaisesti.

Edellä jaksossa 3.3.2 on arvioitu finanssikriisin pidemmän aikavälin vaikutuksia työeläkejärjestelmän rahoituksen kannalta. Mikäli talouskasvu on kääntynyt myönteiseksi ja jatkuu vähintään maltillisena lähivuosina, finanssikriisin negatiiviset vaikutukset Suomen työeläkejärjestelmän rahoitukseen arvioidaan jäävän vähäisiksi.

3.7 Sijoitustoiminnan sääntelyn ja valvonnan kehittäminen

EU on ryhtynyt useisiin toimenpiteisiin finanssialan sääntelyn kehittämiseksi. Sääntelyhankkeilla pyritään korjaamaan sekä kansallisessa että yhteisön lainsäädännössä olevia puutteita ja tehostamaan valvontaa.

Luottoluokittajat. Euroopan parlamentti ja neuvosto hyväksyivät 23.4.2009 uuden asetuksen (Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus luottoluokituslaitoksista), joka koskee luottoluokittajien toimintaa EU:n alueella.⁷⁸ Asetuksen nojalla luottoluokittajien on rekisteröidyttävä Euroopan arvopaperimarkkinavalvojen komitealle (CESR).

Rekisteröityneiden luottoluokittajien on noudatettava asetuksessa säädettyjä vaatimuksia, jotka koskevat etenkin *intressikonfliktien välttämistä, luottoluokitusten laadunvalvontaa ja läpinäkyvyyttä*. Luottoluokittajat tulevat asetuksen nojalla myös finanssivalvontaviranomaisten valvonnan piiriin. Uusien sääntöjen mukaan luottoluokittajien on:

- pitäydyttävä tarjoamasta konsultointipalveluita (advisory services);
- pitäydyttävä luokittamasta sellaisia rahoitusinstrumentteja, joista niillä ei ole riittävää tietoa luokituksen tekemiseksi;
- julkaistava analyysimallit ja keskeisimmät oletukset, joiden nojalla ne laativat luottoluokituksensa;
- merkittävä monimutkaisempien rahoitusinstrumenttien luottoluokitukset erikseen näihin liittyvän laajemman epävarmuuden vuoksi;
- julkaistava vuosittainen toimintansa läpinäkyvyyttä arvioiva raportti;
- luotava sisäinen valvonta luottoluokitustensa laadun arvioimiseksi;
- nimitettävä hallitukseen ainakin kaksi itsenäistä jäsentä, joiden kompensatio ei ole riippuvainen luottoluokittajan taloudellisesta menestyksestä. Itsenäisten jäsenten toimikausi voi olla enintään viisi vuotta ja ne voidaan erottaa tehtävästään vain epäammatillisen toiminnan vuoksi. Toisen jäsenistä on oltava arvopaperistamisen ja strukturoitujen finanssituotteiden asiantuntija.

⁷⁸ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus luottoluokituslaitoksista

Vaihtoehtoiset sijoitusrahastot. Sijoitusrahastot jaetaan EU:n lainsäädännössä ns. UCITS-⁷⁹ ja non-UCITS -rahastoihin. Ensimmäisiä koskee vuoden 1985 UCITS-direktiivi (85/611/EEC). Jälkimmäisten, niin sanottujen non-UCITS tai vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen (hedge-, pääoma-, kiinteistö-, hyödyke- ja infrastruktuurirahastot sekä muuntotyypiset institutionaaliset rahastot) toimintaa ei ole harmonisoitu yhteisön alueella.

Euroopan komissio on 29.4.2009 julkaissut direktiiviehdotuksen vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista. Komission tavoitteena on luoda kattava ja tehokas sääntely- ja valvontamekanismi vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen toiminnalle. Direktiiviehdotus on tällä hetkellä Euroopan parlamentin ja neuvoston arvioitavana.

Direktiivin soveltamisalaan kuuluvat sijoitusrahastot ja niiden hoitajana toimiminen olisivat luvanvaraisia ja luvan myöntämisen edellytykset olisi harmonisoitu yhteisön alueella. Direktiivi parantaisi jäsenvaltioiden mahdollisuuksia makrotason finanssivalvonnan koordinaatioon. Direktiiviehdotuksen keskeisenä sisältönä on:

- varmistaa, että kaikki merkittävät vaihtoehtoiset sijoitusrahastot ja niiden hoitajat kuuluisivat sääntelyn ja valvonnan piiriin. Pienimmät toimijat rajattaisiin kuitenkin kustannussyistä direktiivin ulkopuolelle. Siten direktiivin soveltamisalaan kuuluisivat vain sellaiset sijoitusrahastot ja niiden hoitajat, joiden sijoitusportfolio ylittää 100 miljoonaa euroa. Jos sijoitusrahasto ei käytä velkavipua eikä sijoituksiin sovelleta vähintään viiden vuoden *lock-in* -aikaa, portfolion raja-arvona on 500 miljoonaa euroa. Komission arvion mukaan noin 90 % vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen ja niiden hoitajien vastuulla olevista sijoituksista kuuluisivat direktiivin soveltamisalaan;
- säännellä kaikkia keskeisiä riskejä, joita liittyy vaihtoehtoisin sijoitusrahastojen ja niiden hoitajien toiminnan koko arvoketjuun;
- lisätä vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen ja niiden hoitajien läpinäkyvyyttä valvojia, sijoittajia ja muita sidosryhmiä kohtaan;
- varmistaa, että direktiivin soveltamisalaan kuuluvia toimijoita koskee riittävät hyvän hallinnon vaatimukset (governance standards) ja että toimijoilla on riittävät riskien, likviditeetin ja esteellisyyden hallitsemiseen tarvittavat voimavarat;
- sallia EU:n ulkopuolelle sijoittautuneiden vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen tarjota palveluitaan yhteisön alueella kolmen vuoden siirtymäajan jälkeen. Siirtymäajan aikana EU:n toimivaltaiset viranomaiset varmistavat, että kyseisissä kolmansissa maissa on vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen ja niiden hoitajien toimintaa koskeva riittävä sääntely ja valvonta voimassa.

Strukturoidut sijoitustuotteet. Komissio julkaisi 29.4.2009 tiedonannon koskien yksityishenkilöiden sijoittajansuojaa. Tiedonannossa kuvataan suunniteltua uutta säädöspakettia yksityishenkilöiden sijoittajansuojan parantamiseksi.

Komission mukaan finanssikriisi on tuonut esiin sen, että on oltava riittävästi tietoa sijoituspäätöksiä tehdessään. Sijoittajien on komission mukaan saatava sijoitustuotteista luotettavia tietoja helppotajuisessa muodossa ja että sijoitustuotteiden myyjät kohtelevat sijoittajia aina oikeudenmukaisesti heidän tarpeensa huomioiden. Komission tavoitteena on tiedonannon julkaisemisen

⁷⁹ Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities.

myötä ryhtyä valmistelemaan lainsäädäntöä, jonka nojalla yksityissijoittajille tarkoitetuista strukturoiduista sijoitustuotteista annettaviin tietoihin ja kyseisten tuotteiden myyntiin sovelletaan tiukkoja yhdenmukaisia vaatimuksia koko yhteisön alueella.

Johdannaiset. Komissio on 3.7.2009 antanut tiedonannon tehokkaiden, turvallisten ja vakaiden johdannaismarkkinoiden varmistamisesta. Komissio toteaa tiedonannossa, että finanssikriisi toi johdannaiset sääntelyviranomaisten huomion keskipisteeksi; Bear Sternsin joutuminen romahduksen partaalle maaliskuussa 2008, Lehman Brothersin kaatuminen 15. syyskuussa 2008 ja AIG:n pelastaminen 16. syyskuuta 2008 osoittivat johdannaisten tärkeän roolin yleensäkin ja erityisesti luottoriskinvaihtosopimusten (Credit Default Swap, CDS) merkityksen.

Komissio arvioi tiedonannossa etenkin vakioimattomien eli ns. OTC-johdannaisten sääntelyn kehitystarpeita. Komissio hahmottaa seuraavia keinoja sääntelyn kehittämiseksi:

- *Standardointi.* Mallijohdannaissopimusten käyttämisellä tehostettaisiin johdannaisista sopimisen operatiivista tehokkuutta ja vähennettäisiin operatiivisia riskejä.
- *Keskitetty tietojenvaihto* (central data repositories). Keskitetyllä tietojenvaihtojärjestelmällä kerättäisiin tietoa johdannaissopimusten lukumäärästä ja positioiden yhteenlaskusta arvosta. Tämä lisäisi johdannaismarkkinan läpinäkyvyyttä ja markkinatoimijoiden tiedon määrää ja laatua. Tämänlainen järjestelmä on jo olemassa CDS-sopimusten osalta ja sitä voisi soveltaa myös muihin johdannaisiin.
- *Keskitetty selvitystoiminta* (central counter-party, CCP). CCP:n toiminta on osoittautunut komission mukaan hyödylliseksi finanssikriisin aikana ja komission tavoitteena on, että finanssimarkkinatoimijat perustaisivat CDS-sopimusten vastuiden selvittämiseen eurooppalaisen CCP-toimijan.
- *Johdannaiskaupankäynti julkisissa kauppapaikoissa.* Vakioitujen johdannaisten, joista johtuvat vastuut selvitetään keskitetysti (CCP), kaupankäynti saattaisi olla perusteltua siirtää julkisiin kauppapaikkoihin. Tämä lisäisi hintojen läpinäkyvyyttä ja vahvistaisi riskienhallintaa. Toisaalta tämä voi johtaa siihen, että tarjonta ei täysin vastaisi hyvin erilaisten johdannaistuotteiden kysyntää. Komissio aikoo selvittää tulevaisuudessa keinoja johdannaiskaupankäynnin siirtämiseksi julkisiin kaupankäyntipaikkoihin ilman, että sillä olisi tarjonnan monipuolisuutta heikentäviä vaikutuksia.

Palkkiojärjestelmät. Komissio antoi 30.4.2009 suosituksen rahoituspalvelualan palkka- ja palkkiopolitiikasta (2009/384/EY). Komissio suhtautuu suosituksessa hyvin kriittisesti rahoituspalvelualan palkkiojärjestelmiin todeten muun muassa, että ”rahoituspalvelualan epäasianmukaiset palkka- ja palkkiokäytännöt eivät olleetkaan vuosina 2007 ja 2008 puhjenneen finanssikriisin keskeisin syy, vallitsee laaja yksimielisyys siitä, että ne johtivat liialliseen riskinottoon ja näin ollen myötävaikuttivat rahoitusalan suurten yritysten huomattaviin tappioihin.”⁸⁰ Komissio vahvistaa suosituksellaan rahoituspalvelualan palkka- ja palkkiopolitiikkaa koskevat yleiset periaatteet, ja sitä olisi komission mukaan sovellettava kaikkiin rahoituspalvelualalla toimiviin yrityksiin.

Suosituksen mukaan jäsenvaltioiden olisi ryhdyttävä useisiin toimenpiteisiin vuoden 2009 kuluessa sen varmistamiseksi, että rahoitusalan yritykset ottavat käyttöön palkka- ja palkkiopolitiikan, joka on sopusoinnussa moitteettoman ja tehokkaan riskinhallinnan kanssa, edistää sitä eikä

⁸⁰ Suosituksen 2. luetelmakohta.

houkuttelee liialliseen riskinottoon, ja että yritykset toteuttavat ja ylläpitävät tällaista politiikkaa. Tämä sisältää muun ohella sen, että:

- Jos palkkaan (tai palkkioon) sisältyy muuttuva osa tai bonus, palkka- ja palkkiopolitiikkaan olisi luotava tarkoituksenmukainen tasapaino palkan ja palkkion kiinteiden ja muuttuvien osien välille. Rahoitusalan yrityksen palkka- ja palkkiopolitiikassa pitäisi vahvistaa muuttuvalle osalle enimmäismäärä;
- Rahoitusalan yrityksen on pystyttävä pidättämään bonukset kokonaan tai osittain, jos asianomainen henkilö, liiketoimintayksikkö tai kyseinen yritys ei täytä tulospäätteitä tai jos yrityksen tilanne heikkenee huomattavasti;
- Työsopimuksen ennen aikaiseen päättymiseen liittyvien sopimusperusteisten erärahojen olisi liitettävä pidemmän aikavälin tulokseen;
- Tulospäätteisen bonuksen takaisinmaksun vaatiminen tulisi olla mahdollista, jos bonus on maksettu jälkepäin osoittautuneiden tietojen päätteellä ilmeisen virheellisesti;
- Palkittavan henkilön tulosten mittaamisessa tulisi soveltaa myös muita kuin taloudellisia päätteitä, kuten sisäisten sääntöjen ja menettelyjen sekä asiakas- ja sijoittajasuhdetta ohjaavien standardien noudattaminen;
- Palkka- ja palkkiopolitiikasta päättämiseen liittyvät eturistiriidat olisi estettävä;
- Palkka- ja palkkiopolitiikasta tulisi tehdä riittävän läpinäkyvä suhteessa sidosryhmiin.
- Rahoitusalan yrityksen viranomaisvalvonnassa olisi varmistuttava siitä, että yritys noudattaa suosituksen mukaisia ohjeita.

Makrotason finanssivalvonta EU:n alueella. Euroopan komissio ehdotti syksyllä 2009 uuden valvontaviranomaisen, *European Systemic Risk Board*:n (ESRB) perustamista. Euroopan keskuspankeille on suunniteltu keskeistä roolia viranomaisen toiminnassa.

ESRB:n tehtävänä on valvoa Euroopan unionin, sen jäsenvaltioiden ja maailmantalouden makrotalouden ja finanssimarkkinoiden kehitystä. ESRB:n valvonnan piiriin kuuluu kaikenlaisten finanssijärjestelmien vakauteen vaikuttavien riskien arviointi ja, riskin tunnistettuaan, ryhtyminen korjaaviin toimenpiteisiin suosituksen muodossa.

Makrotason finanssimarkkinoiden vakauteen voi vaikuttaa esimerkiksi pankkien laajamittainen vakavaraisuusaseman heikentyminen tai varallisuusarvoihin (esimerkiksi asuntomarkkinoille) kehittyvät arvostuskuplat. Tunnistettuaan makrotason riskin ESRB ilmoittaa havainnostaan ja antaa suosituksen tilanteen korjaamiseksi asianomaisille valtioille.⁸¹ Jos riskillä on vaikutusta koko unionin alueen talouden tai finanssimarkkinoiden vakauteen, ESRB voi antaa suosituksensa myös Euroopan unionin neuvostolle.

Mikrotason finanssivalvonta EU:n alueella. Euroopan komissio valmistelee eurooppalaisen finanssivalvojajärjestelmän (*European System of Financial Supervisors*, ESFS) perustamista. ESFS tulee toimimaan hajautettuna verkostona siten, että kansalliset viranomaiset ovat jatkossakin vastuussa jatkuvasta valvonnasta; nykyiset valvontaviranomaisten eurooppalaiset komiteat korvattaisiin uusilla eurooppalaisilla viranomaisilla, joiden tehtävänä on sovittaa yhteen valvon-

⁸¹ Jos jäsenvaltio ei noudata ESRB:n suositusta, ESRB saattaa asian Euroopan unionin neuvoston käsiteltäväksi.

tastandardien soveltamista ja taata kansallisten viranomaisten tiivis yhteistyö. Lisäksi kaikkien merkittävien rajat ylittävien toimijoiden valvontaa varten perustettaisiin valvontaviranomaisten kollegio ja kollegioiden toimintaa kehitettäisiin.⁸²

4 Asiantuntijatyöryhmän ehdotusten arviointi

Sosiaali- ja terveysministeriön 20.5.2009 päivätyn asettamispäätöksen mukaan laaja-alaisen työryhmän tehtävänä on muun ohella ”arvioida asiantuntijatyöryhmän valmistelemat ehdotukset eläketurvan rahoituksen kestävyys ja kansantaloudellisten vaikutusten näkökulmista”.

Asiantuntijatyöryhmä on jaksottanut työnsä siten, että työryhmä on ensiksi arvioinut syksyllä 2008 säädetyt ns. määräaikaishuonokset vaikutuksia ja muutostarpeita. Asiantuntijatyöryhmä luovutti 1.10.2009 selvityksensä sosiaali- ja terveysministeriölle koskien määräaikaishuonokset vaikutuksia ja sitä koskevia muutostarpeita. Asiantuntijatyöryhmä ehdottaa, että määräaikaishuonokset voimassaoloa jatketaan kahdella vuodella.

Asiantuntijatyöryhmä jatkoi määräaikaishuonokset koskeneen selvityksen valmistumisen jälkeen työeläkejärjestelmän vakavaraisuussääntöjä koskevien, pidemmän ajanjakson muutostarpeiden selvittämistä. Asiantuntijatyöryhmän pidemmän ajanjakson muutostarpeita koskevan selvitys valmistui 31.3.2010 työryhmän määräajan päättyessä.

Laaja-alainen työryhmä esittää seuraavassa asettamispäätöksen mukaisen arvionsa asiantuntijatyöryhmän edellä mainituista ehdotuksista. Jaksossa 4.1 arvioidaan 1.10.2009 päivättyä selvitystä, joka koskee ehdotusta määräaikaishuonokset jatkamiseksi. Jaksossa 4.2 arvioidaan asiantuntijatyöryhmän 31.3.2010 päivättyä selvitystä pidemmän ajanjakson muutostarpeista. Valtiovarainministeriö on myös toimittanut 31.3.2010 päivätyn lausuman työryhmälle (liite 1).

4.1 Määräaikaishuonokset jatkaminen

Määräaikaishuonokset. Vuoden 2008 lopulla säädetyllä määräaikaishuonoksella vältyttiin siltä, että työeläkelaitokset olisivat vakavaraisuutensa turvaamiseksi joutuneet myymään osakkeita ja hankkia tilalle vähemmän riskillisiä sijoituksia. Osakkeiden laajamittaiset myynnit olisivat entisestään syventäneet osakekurssien nopeaa laskua Helsingin pörssissä. Määräaikaishuonokset edesauttoi työeläkelaitosten mahdollisuuksia hyötyä vuoden 2009 maaliskuussa käynnistyneestä osakekurssien voimakkaasta noususta. Vuoden 2009 loppuun mennessä työeläkelaitosten sijoitusten markkina-arvo (mukaan lukien työeläkelaitosten uudet sijoitukset) oli palautunut likimain vuoden 2007 lopun tasolle.

Jos vuonna 2008 tapahtunut varallisuusarvojen ”korjausliike” olisi jäänyt pysyväksi menetykseksi, työeläkemaksujen korotuspaine olisi kasvanut 0,8 prosenttiyksikköä suhteessa palkkasummaan, millä olisi ollut haitallinen vaikutus sekä työvoiman kysyntään että sen tarjontaan. Työvoiman kysyntä olisi vähentänyt perusura 0,4 prosenttiyksikköä korkeampi työnantajien eläkemaksu. Vastaavasti työntekijöiden eläkemaksu olisi noussut 0,4 prosenttiyksiköllä suhteessa perusuraan, mikä olisi vähentänyt työvoiman tarjontaa ja kokonaistuotannon kasvupotentiaalia.

On mahdotonta esittää mitään tarkkaa määrällistä arviota siitä, kuinka suurilta eläkemaksujen korotuksilta ja/tai bruttokansantuotteen menetyksiltä vältyttiin määräaikaishuonokset ansiosta. Vaikutuksen suunta on kuitenkin selvä. Ilman vuoden 2008 poikkeuslakia eläkemaksut olisivat nousseet enemmän ja bruttokansantuotteen kasvuvauhti olisi jäänyt hieman hitaammaksi. Korkeamat eläkemaksut olisivat alentaneet sekä palkansaajien että eläkeläisten reaalituloja. Palkansaaji-

⁸² Ks. lähemmin komission tiedonanto Euroopan finanssivalvonnasta 27.5.2009, KOM(2009) 252 lopullinen ja valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinat –julkaisu 34/2009, ”Rajat ylittävän valvonnan kehittäminen”.

en korkeampi eläkemaksu olisi vähentänyt heidän tulojaan. Eläkeläisten tulot olisivat pienentyneet sen takia, että palkansaaajien korkeampi eläkemaksu olisi pienentänyt työeläkkeiden indeksikorotuksia ja palkkakerrointa, jotka molemmat määräytyvät ns. nettoindeksiperiaatteella, mikä tarkoittaa sitä, että palkansaaajien eläkemaksun nousu pienentää näitä indeksejä.

Määräaikaistalalla vaikutettiin työeläkkeiden rahastointiasteeseen verrattuna siihen, mitä se olisi ollut ilman määräaikaistalaa. Määräaikaistalain nojalla 2 prosentin (1,4 miljardia euroa) siirto eläkelaitosten toimintapääomista eläkkeiden rahastoituihin osiin jätettiin tekemättä. Vastaava summa tuottoineen kuitenkin siirtyy arviolta seuraavan kymmenen vuoden aikana vanhuuseläkevastuisiin sitä kautta, että määräaikaistalain johdosta korkeammiksi muodostuneet työeläkelaitosten keskimääräiset toimintapääomat johtavat korkeampaan eläkevastuiden täydennyskertoimeen. Tammikuussa 2009 tehdyssä sosiaalilupossa on kirjaus, jonka perusteella työmarkkinajärjestöt neuvottelevat erikseen ratkaisun normaaliaikojen rahastointiin palaamisesta.

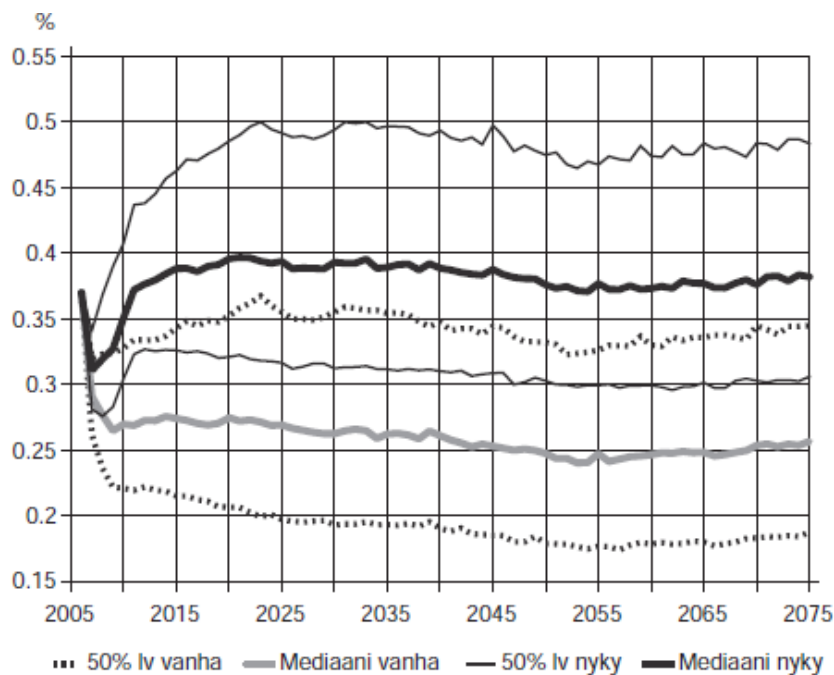
Määräaikaistalain jatkaminen. Asiantuntijatyöryhmä esittää 1.10.2009 päivätyssä selvityksessään, että lain lakisääteistä eläkevakuutustoimintaa harjoittavien eläkelaitosten vanhuuseläkkeiden rahastointia ja toimintapääomaa koskevien säännösten väliaikaisesta muuttamisesta (853/2008, ns. ”määräaikaistalaki”) voimassaoloa jatkettaisiin kahdella vuodella.

Asiantuntijatyöryhmä perustelee ehdotustaan muun ohella sillä, että työeläkelaitoksilla on oltava myös lähivuosien markkinatilanteessa mahdollisuus riittävään riskinottoon sijoitustoiminnassaan, jotta tavoiteltu pitkän aikavälin tuotto-odotus kyetään saavuttamaan. Asiantuntijatyöryhmän mukaan ilman määräaikaistalain säännöksiä vain erittäin nopea sijoitusten arvojen nousu sallisi työeläkelaitosten noudattaa vuoden 2007 sijoitusuudistuksen mukaista tuottohakuista sijoitustoimintaa vuosina 2010-2012. Samaan aikaan asiantuntijatyöryhmän mukaan työeläkelaitosten on huomioitava tulevien vuosien vakavaraisuusvaatimukset jo nykyisessä sijoitustoiminnassaan. Siten asiantuntijatyöryhmä katsoo, että määräaikaistalain voimassaolon päättymisen vuoden 2010 lopussa vaikeuttaa tällä hetkellä työeläkelaitosten mahdollisuutta suunnitella työeläkejärjestelmän pitkän tähtäimen rahoituksen kannalta tehokasta sijoitustoimintaa. Asia on tällä hetkellä vireillä eduskunnassa (HE 5/2010 vp.).

Määräaikaistalain vaikutukset työeläkejärjestelmän rahoituksen kestävyys. Työeläkejärjestelmän pitkän ajanjakson rahoituksen kannalta ehdotetussa määräaikaistalain jatkamisessa keskeistä on se, että tasausvastuun osan rinnastaminen toimintapääomaan jatkuisi vuosina 2011 ja 2012. Rinnastuksesta johtuen työeläkelaitosten vakavaraisuusasema on korkeampi kuin ilman määräaikaistalain jatkamista. Tämän seurauksena laitokset voivat harjoittaa riskillisempää sijoitustoimintaa kuin ilman määräaikaistalaa.⁸³

Määräaikaistalain mahdollistaman riskillisemmän sijoitustoiminnan arvioidaan käytännössä kasvattavan etenkin osakkeiden keskimääräistä osuutta työeläkelaitosten sijoitussalkussa. Tähän pyrittiin myös vuoden 2007 sijoitusuudistuksella. Siinä toteutettu vakavaraisuussääntöjen muutos lisäsi merkittävästi osakesijoitusten keskimääräistä osuutta työeläkelaitosten keskimääräisessä sijoitussalkussa:

⁸³ Tasausvastuun osan rinnastaminen toimintapääomaan nostaa työeläkelaitosten keskimääräistä vakavaraisuusasetta, mikä parantaa mahdollisuuksia riskillisempään sijoitustoimintaan. Riskien tosiasiallista ottamista rajoittaa se, että toimintapääoman tästä osasta toteutuneita sijoitustappioita ei voida kuitenkaan kattaa. Laitokset eivät ole vakavaraisuudeltaan toisiinsa nähden samanlaisissa asemassa. Tosiasiallinen työeläkelaitosten sijoitustoiminnan riskitason kasvu määräaikaistalain johdosta jää siten riippumaan hyvin useasta ja laitoskohtaisesta tekijästä.



Arvio osakkeiden osuudesta sijoituksista, mediaanit ja 50 prosentin luottamusvälit vuonna 2007 voimaan tul-
leiden sijoitussäännösten mukaan (mediaani nyky) ja sitä ennen voimassa olleiden sääntöjen mukaisesti (medi-
aani vanha). Laskelmissa ei ole huomioitu määräaikaishain säännöksiä ja se perustuu vuoden 2007 tietoihin.
Lähde: Eläketurvakeskus

Määräaikaishain on todennäköisesti ollut myös vastaava vaikutus työeläkelaitosten osakeosuu-
den mediaaniin ja vaihteluväliin.

Työeläkelaitosten sijoitusten riskillisyyden kasvattaminen korottaa myös sijoituksista saatavien
tuottojen odotusarvoa. Toisaalta riskillisyyden lisääminen suurentaa myös sijoitustuottojen va-
rianssia. Määräaikaishain mahdollistaa korkeamman riskinoton, mistä saattaa seurata korkeam-
mat tuotot taikka arvonmenetykset sijoitusmarkkinoiden kehityksestä riippuen.

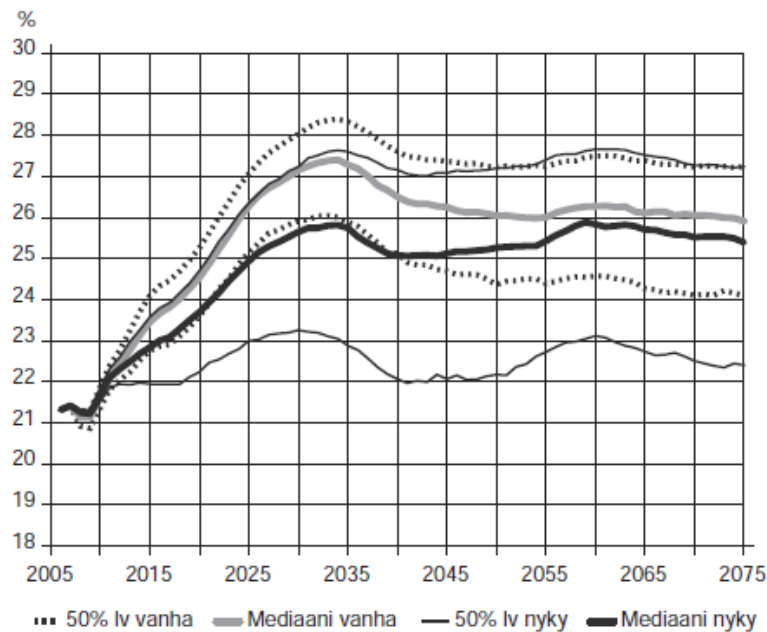
Työeläkelaitoksilla on mahdollisuus suunnitella niiden sijoittamisen strategiaa pitkällä aikavälil-
lä, koska eläkemenojen vuosittainen taso on suhteellisen tarkasti ennakoitavissa. Tämä mahdol-
listaa muun ohella korkeaa volatiliiteettiä eli riskiä sisältävien sijoitusten säilyttämisen niiden
ajanjaksojen yli, jolloin kyseisen sijoitusomaisuuden arvo on poikkeuksellisen matalalla. Määrä-
aikaishain jatkamisella vahvistetaan työeläkelaitosten mahdollisuuksia jatkaa suunnitelmallista
sijoitustoimintaa lähiajan epävarmassa markkinatilanteessa.

*Ehdotetulla määräaikaishain jatkamisella on siten hyvä mahdollisuus parantaa Suomen työeläke-
järjestelmän rahoituksen kestävyyttä pitkällä aikavälillä.*

Määräaikaishain vaikutukset työeläkemaksutason. Määräaikaishain jatkamisella on myös
vaikutusta Suomen kansantalouden kehitykseen, koska pitkän ajanjakson sijoitustuotot vaikutta-
vat työeläkemaksutason.

Työeläkevakuutusmaksun tulevaan tasoon ja siihen kohdistuvaan nousupaineeseen vaikuttaa
kuitenkin muitakin tekijät, joiden arviointiin liittyy epävarmuutta. Epävarmuutta sisältyy sijoitus-
tuottojen lisäksi, palkkasumman, väestönkehityksen ja eläkkeellesiirtymisiän kehitykseen.

Maksutason ja työeläkelaitosten sijoitustoiminnan riskillisyyden keskinäistä vuorovaikutusta on
mahdollista hahmottaa seuraavasti:



TyEL-maksuprosenttien mediaanit ja 50 prosentin luottamusvälit vuonna 2007 voimaan tullevien sijoitussääntösten (mediaani nyky) ja vanhojen sijoitussääntösten (mediaani vanha) mukaan vuosina 2007-2075. Laskelmassa ei ole huomioitu määräaikaistalon vaikutusta.

Lähde: Eläketurvakeskus

Vuoden 2007 sijoitusuudistuksen johdosta työeläkelaitosten sijoitussalkun osakepainon mediaanin arvioitiin nousevan keskimäärin 25 prosentista vajaaseen 40 prosenttiin. Eläketurvakeskuksen selvityksessä tämän suuruisen osakeosuuden arvioitiin alentavan vakuutusmaksun nousupainetta noin 27 prosentista vajaaseen 26 prosenttiin vuoteen 2035 mennessä.

Määräaikaistalolla pyrittiin siihen, että työeläkelaitokset kykenisivät säilyttämään vastaavanlaisen riskillisyyden tason sijoituksissaan, jota tavoiteltiin vuoden 2007 sijoitusuudistuksella.⁸⁴ Pitkällä aikajänteellä sijoitusten riskillisyyden säilyttämisellä finanssikriisin ja sitä seuranneen taloustaantumien ylitse arvioidaan parantavan sijoitusomaisuuden tuottavuutta ja siten vähentävän työeläkemaksun nousupainetta. Kuten edellä olevasta kuviosta ilmenee, työeläkevarojen sijoitusten riskitason muutosten vaikutukset eivät ole lyhyellä aikajänteellä merkittäviä suhteessa työeläkemaksun tasoon. *Määräaikaistalon jatkamisen vaikutus työeläkemaksun tasoon ei sen lyhyestä voimassaoloajasta johtuen ole merkittävä. Se on kuitenkin omiaan vähentämään työeläkemaksun korotuspainetta, mikäli riskillisemmät sijoitukset johtavat korkeampaan tuottotasoon.*

Määräaikaistalon vaikutukset Suomen kansantalouteen. Suomen kansantalouden näkökulmasta työeläkevakuutusmaksua on tapana tarkastella osana veroastetta.⁸⁵ Veroasteella taas on vaikutusta työllisyyteen ja säästämiseen.⁸⁶ Verotus ja työllisyys korreloivat negatiivisesti keskenään; veroasteen alentaminen parantaa työllisyyttä ja päinvastoin. Veroasteen muutoksen on kuitenkin oltava merkittävä, että sillä olisi havaittava vaikutus työllisyyteen.

Kuten edellä on todettu, määräaikaistalolla ja sen jatkamisella on todennäköisesti oikeasuuntainen joskin vähäinen vaikutus työeläkemaksun tasoon. Näin on etenkin silloin, jos sijoitusmarkkinoi-

⁸⁴ Asiantuntijatyöryhmä arvioi, että määräaikaistalon säännöksistä huolimatta työeläkelaitokset eivät välttämättä keskimäärin kykene heikentyneen vakavaraisuutensa johdosta yhtä riskilliseen sijoittamiseen.

⁸⁵ Työeläkevakuutusmaksut eivät kuitenkaan ole veroja. Talousteorian mukaan se osa maksusta, joka ei vastaa saatavaa etuutta, vähentää kannustetta työntekoon. Siten esimerkiksi maksujen nousu, joka johtuu suurten ikäluokkien siirtymisestä eläkkeelle edustaa talousteorian mukaan veroa, koska maksaja ei saa korkeammalle maksulle vastinetta suuremman eläkkeen muodossa.

⁸⁶ Veroasteen ja työllisyyden väliset yhteydet ovat monimutkaiset eikä yksiselitteistä teoriaa taikka mallia kyseisestä korrelaatiosta ole olemassa. Asiasta on kuitenkin useita taloustieteellisiä tutkimuksia, ks. yhteenveto tutkimuksista Roope Uusitalo, ”työn verotuksesta ja työllisyydestä”, muistio veroryhmälle 12.6.

den positiivinen kehitys jatkuu tulevina vuosina.⁸⁷ Kansantalouden kannalta tämä tarkoittaa veroasteen pysymistä todennäköisesti alempana kuin ilman määräaikalain jatkamista. Määräaikalain vaikutukset työllisyyteen ja siten palkkasumman kehitykseen jäänevät vähäisiksi.

Määräaikalain merkitys korostuu, jos sijoitusmarkkinat kääntyisivät vastaavanlaiseen voimakkaaseen laskuun kuin mitä koettiin vuoden 2007 syksystä ja vuoden 2009 kevääseen. Tämänlainen kehityskulku ei ole täysin poissuljettu myöskään tulevaisuudessa. Talouskehityksen ja työllisyyden ennakointi on vaikeaa. Sijoitusmarkkinoiden kääntyessä nopeaan laskuun laitokset joutuisivat ilman määräaikalain säännöksiä huomattavasti nopeammin, laajamittaisemmin ja aikaisemmin luopumaan muun ohella kotimaisista osakkeistaan. Kun työeläkelaitokset ovat merkittäviä suomalaisten pörssinoteerattujen yhtiöiden osakkeiden omistajia, laajamittaiset myynnit voisivat johtaa osakkeiden arvon nopeaan heikkenemiseen. Tällä voisi olla vakavia seurauksia suomalaisten yritysten liiketoiminnan rahoittamiseen. Mahdollisen konkurssiaallon ja työllisyyden heikkenemisen johdosta myös muu taloudellinen toiminta, työllisyys ja kulutus vähenisivät.

*Määräaikalain jatkaminen on omiaan tukemaan työeläkejärjestelmän rahoituksen kestävyyttä. Määräaikalain jatkamisella on todennäköisesti positiivinen, joskin vähäinen vaikutus työeläkemaksutasoon, työllisyyteen ja siten palkkasumman kehitykseen. Määräaikalain jatkamisen merkitys on suurempi, jos sijoitusmarkkinoiden keväällä 2009 alkanut nousu kääntyisi uuteen, jyrkkään laskuun.*⁸⁸

4.2 Arvio asiantuntijatyöryhmän ehdotuksista vakavaraisuussäntelyn kehittämiseksi

Lähtökohtia. Laaja-alaisen työryhmän toimikausi päättyy samanaikaisesti asiantuntijatyöryhmän toimikauden kanssa (31.3.2010). Laaja-alaisella työryhmällä on ollut vasta toimikautensa loppuvaiheessa käytettävissä luonnoksia asiantuntijatyöryhmän selvityksestä. Kun asiantuntijatyöryhmän ehdotukset ovat kattavia, niiden perusteellinen vaikutusarviointi edellyttäisi huomattavasti enemmän aikaa kuin mitä laaja-alaisella työryhmällä on ollut käytettävissään. *Käytettävissä oleva aika huomioiden laaja-alaisen työryhmän esittämä arvio on luonteeltaan alustava, ja laaja-alainen työryhmä suosittelee tarkempien vaikutusarviointien laadintaa samassa yhteydessä, kun asiantuntijatyöryhmän ehdottamia uudistuksia valmistellaan.* Asiantuntijatyöryhmä ehdottaa uudistuksien toteuttamista kolmessa eri vaiheessa, missä yhteydessä uudistusten vaikutusarviointeja on mahdollista täsmentää⁸⁹, mikäli hallitus päätyy esittämään ehdotusten toteuttamista.

Asiantuntijatyöryhmän tehtävänannon lähtökohtana on ollut se, että eläkelaitosten sijoittamista koskevat säännökset tukevat työeläkemaksun pitkän aikavälin korotuspaineen pitämistä mahdollisimman matalana. Ehdotuksilla kehitetään työeläkelaitosten sijoitustoimintaa ohjaavia sääntöjä nykyisellä riskitasolla.⁹⁰ Siten kysymys siitä, miten vakavaraisuussäntelyä kehittämällä voitaisiin työeläkejärjestelmässä lisätä riskinottoa ja kasvattaa pitkän aikavälin tuotto-odotuksia, on rajattu työn ulkopuolelle. Tämä merkitsee käytännössä sitä, että esitysten vaikutukset eläketurvan rahoituksen kestävyys ja kansantalouteen jäävät rajallisiksi.

⁸⁷ Markkinoiden kehitysnäkymät ovat epävarmoja ja sijoitusmarkkinoiden lyhyen ja keskipitkän tuottotason ennakointavuus on heikkoa.

⁸⁸ Sijoitusmarkkinoiden uudesta jyrkästä laskusta saattaisi kuitenkin aiheutua lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä työeläkejärjestelmän rahoitukseen uusia haasteita, joiden korjaamiseksi saattaisi olla tarve tukea työeläkelaitosten rahoitusasemaa määräaikalain jatkamisen ohella muillakin keinoilla.

⁸⁹ Tässä yhteydessä on mahdollista arvioida, olisivatko uudistukset toimineet vuonna 2008 koetussa finanssikriisissä siten, ettei määräaikalain lainsäädännön muutoksille olisi ollut tarvetta.

⁹⁰ Asiantuntijatyöryhmän tarkastelun ulkopuolella on työeläkejärjestelmän järjestelmäriskin arvioitu tuleva kehitys eli se, miten Suomen kansantalouden kehitys vaikuttaa eläkemaksutasoon. Eläkemaksun korotuspaineesta riippuu, kuinka tärkeää on hakea eläkesijoituksille lisätuottoa riskiä kasvattamalla.

Vakavaraisuusmekanismin uudistamista koskeva ehdotus ja valitun riskitason riittävyys eläketurvan rahoituksen kestävyys kannalta. Asiantuntijatyöryhmän arvion mukaan vuoden 2007 sijoitusuudistuksen yhteydessä asetettu tavoite työeläkelaitosten sijoitustoiminnan riskitasoksi on edelleen sopiva eikä muutoksiin ole tältä osin tarvetta.⁹¹ Asiantuntijatyöryhmän arvioi, että pitkällä aikavälillä vuonna 2007 asetetut tavoitteet ovat nykyisellä riskitasolla saavutettavissa.

Laaja-alaisen työryhmän käsityksen mukaan asiantuntijatyöryhmän analyysissä käytetyt tuotto-odotukset ovat realistisia. Viimeaikaiset kansainväliset rahoitusalan tutkimukset viittaavat siihen, että tulevaisuudessa osakkeet eivät tuottaisi yhtä paljon kuin aiemmin. Jos osakkeet tuottavat jatkossa selvästi nykyistä vähemmän, työeläkelaitokset eivät välttämättä saavuta neljän prosentin reaalitytuottotasoa ilman että ne lisäävät osakkeiden osuutta sijoitusallokaatioissaan. Sijoitusympäristön vaikutuksia työeläkelaitosten tuottoon ja vakavaraisuuteen (stressiskenaario) on haasteellista arvioida. Stressiskenaarioiden (varsinkin deflaatio tai stagflaatio) toteutuessa osakkeiden ja joukkovelkakirjalainojen hinnanvaihtelut ovat suurella todennäköisyydellä rajuja molempiin suuntiin. Tämä vastaa Japanissa viimeisen 20 vuoden ajan toteutunutta skenaariota, jossa osakemarkkinat eivät ole tuottaneet juurikaan, mutta arvovaihtelut ovat olleet suuria. Työeläkejärjestelmän vakavaraisuussäätelyyn sisältyvät myötäsykliset elementit saattavat tämänlaisessa kehityskulussa alentaa odotettavaa tuottotasoa, minkä huomioiminen rebalansointiin perustuvassa mallissa on vaikeaa.

Eläketurvakeskus on arvioinut, että sijoitustoiminnan yhden prosentin reaalitytuoton lisäys vähentää työeläkemaksujen korotuspainetta 2,5 prosenttiyksiköllä. On ilmeistä, että jos tulevaisuuden reaalitytuotot heikentyvät (esimerkiksi sijoitustoiminnan liiallisen varovaisuuden johdosta), työeläkevakuutusmaksuihin syntyy nykyisiä arvioita suurempi korotuspaine. Asiantuntijatyöryhmä perustelee nykyisen riskinotto-tason säilyttämistä etenkin sillä, että sijoitusmarkkinoiden mahdollisten eri tulevien kehityskulkujen aikana suurempi riskinotto lisäisi riskiä erityisen huonon skenaarion toteutumisesta kaikkine kielteisine seurauksivaikutuksineen. Asiantuntijatyöryhmän vakavaraisuusmekanismeja koskeva uudistus ehdotetaan tulevaksi voimaan 2014, sillä sen valmistelu vaatii useita vuosia. *Tämän valmistelutyön yhteydessä voisi olla hyödyllistä arvioida, onko uuden vakavaraisuusmekanismin turvaavuustasoa syytä tarkistaa.*

Asiantuntijatyöryhmän ehdottama vakavaraisuusmekanismin uudistaminen lisää osaltaan järjestelmän läpinäkyvyyttä, koska uusi mekanismi ottaa nykyistä paremmin huomioon sijoitusympäristössä tapahtuneet muutokset ja eri riskilajien vaikutukset työeläkelaitoksen vakavaraisuuteen. *Läpinäkyvyyden lisääminen vakavaraisuussäätelyssä on perusteltua ottaen huomioon työeläkelaitosten keskeinen merkitys Suomen sijoitusmarkkinoilla.* Vakavaraisuussäätelyn luonteesta johtuen vakavaraisuussäännöt muodostavat uudistusten jälkeenkin monimutkaisen kokonaisuuden.

Työeläkelaitosten riskinkantokykyä parantavat ehdotukset. Vaikka asiantuntijatyöryhmän tekemien esitysten vaikutukset eläketurvan rahoituksen kestävyydelle ja kansantaloudelle ovat rajallisia, ne ovat työeläkelaitosten riskinkantokyvyn vahvistamiseksi erittäin tarpeellisia. Asiantuntijatyöryhmä on muun ohella arvioinut osaketuottosidonnaisen lisävarakuutusvastuun prosenttiosuuden korottamisen olevan käyttökelpoinen toimenpide vakavien markkinahäiriötilanteiden hallinnassa. Työryhmä ei kuitenkaan muutoin ehdota vastuuvelan osaketuottosidonnaisuuden kasvattamista, koska se on arvioinut muiden toimenpiteiden olevan riittäviä halutun riskitason saavuttamiseksi. Vakavaraisuusmekanismin uudistuksen valmistelutyössä, jossa mahdollisesti

⁹¹ Jos muutoksia ei tehdä ja nykyisellä riskitasolla työeläkevarojen sijoituksissa saavutettaisiin neljän prosentin reaalitytuottotavoite, työeläkevakuutusmaksut eivät pysy nykytasolla. Eläketurvakeskuksen laskelmien mukaan pitemmällä aikavälillä ne nousevat noin neljä prosenttia seuraavan kymmenen vuoden aikana. Työeläkemaksujen nousulla on kielteisiä vaikutuksia kansantalouden kasvuun ja yritysten kilpailukykyyn.

analysoidaan nykyistä suuremman riskinoton mahdollisuuksia, olisi hyödyllistä arvioida osaketuottosidonnaisen lisävakuutusvastuun käyttöä yhtenä mahdollisuutena.

Asiantuntijatyöryhmän ehdotus työeläkelaitosten vakuutus- ja sijoitusriskien puskureina toimivien tasoitusvastuun ja toimintapääoman yhdistämisestä vakavaraisuuspääomaksi parantaa turvaavalla tavalla työeläkelaitosten riskinkantokykyä.

Markkinahäiriötilanteiden hallintaa koskevat ehdotukset. Eläkelaitosten pitkän aikavälin sijoitustoiminnan kannalta on tärkeää, että etukäteen on tiedossa se, miten finanssimarkkinoiden poikkeustilanteet tunnistetaan ja mihin toimenpiteisiin tällöin ryhdytään. Asiantuntijatyöryhmä on arvioinut, että poikkeustilanteissa osaketuottosidonnaista lisävakuutusvastuuta vastaavan tekniikan laajentaminen voisi olla yksi keinoista, jonka käytettävyyttä voisi tällöin selvittää. *Vakavien markkinahäiriöiden tilanteiden hallintaan liittyvät asiantuntijatyöryhmän ehdotukset ovat laaja-alaisen työryhmän käsityksen mukaan parannus nykytilanteeseen.*

Markkinahäiriötilanteet voivat koskea myös tilannetta, jossa korkeat sijoitustuotot tietyllä sijoitusmarkkinalla johtavat kyseisen markkinan ylikuumenemiseen. Tällöin riski nopeasta sijoitusten arvonalentumisesta kyseisellä markkinalla kasvaa. Vakavaraisuusmekanismin uudistamisessa huomioitaneen se, että esimerkiksi väliaikaiset korkeat sijoitustuotot tietyllä sijoitusmarkkinalla eivät houkuttele liian suureen riskinottoon kyseisissä sijoituksissa.

Katesäännösten kehittäminen. *Asiantuntijatyöryhmän ehdotus katesäännösten purkamisesta (ja näitä heijastavien riskien huomioimisesta muulla tavoin) pidemmällä aikavälillä on perusteltua.* Uudet säännökset eivät saisi tarpeettomasti rajoittaa sijoitusten kansainvälistä hajauttamista ja parhaiden mahdollisten tuottojen hakemista alueilta, joissa tulevaisuuden talouskasvu on voimakasta (esimerkiksi Kiina ja Intia). Kansainvälisessä toimintaympäristössä tällaiset rajoitukset ovat myös melko tehottomia; esimerkiksi monikansallisen yrityksen kotipaikkana voi olla OECD-maa, vaikka sen osakkeen arvoon liittyvät riskit pääosin syntyvät OECD-alueen ulkopuolella.

Hallinto- ja valvontakäytäntöjen tarkistaminen. *Työeläkelaitosten sijoitustoiminnan hallinto- ja valvontakäytäntöjen kehittämistä koskevat ehdotukset vaikuttavat myös perustelluilta.* Hallinto- ja valvontakäytäntöjen kehittämisen yhteydessä on kuitenkin varmistettava, että uudet käytännöt eivät lisää laitosten viranomaisraportoinnista johtuvaa taakkaa ja aiheuta kilpailuetua keskimääräistä suuremmille eläkelaitoksille, joille uusien säännösten edellyttämien hallinnollisten lisäresurssien kustannukset saattaisivat jäädä suhteellisesti muita matalammiksi. Ehdotuksessa todetaankin, että ne tulisi implementoida ns. suhteellisuusperiaatetta noudattaen, jolloin raportointilaajuuteen vaikuttaisi työeläkelaitoksen sijoitustoiminnan laatu ja laajuus.

LÄHTEET

2009 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008-2060), European Economy 2/2009, European Commission, Directorate General for Economic and Financial Affairs

Bank for International Settlements; 79th Annual Report, 29 June 2009.

Bodie, Zvi – Kane, Alex – Marcus, Alan J., Investments, 8th edition, 2009.

Commission Services Working Document, European financial supervision, 15.5.2009

Eläketurvakeskus, Mika Vidlund, Muistio finanssikriisin vaikutuksista muiden maiden eläkejärjestelmiin 18.12.2008

Eläketurvakeskuksen käsikirjoja 2007:5; Suomen eläkejärjestelmä (toim. Hietaniemi-Ritola).

Eläketurvakeskus ja Työeläkevakuuttajat TELA; Työeläkelaitosten tilinpäätöstiedot 2008.

Eläketurvakeskuksen raportteja 2007:2; Lakisääteiset eläkkeet, Pitkän aikavälin laskelmat 2007.

Eläketurvakeskuksen raportteja 2009:4; Lakisääteiset eläkkeet, Pitkän aikavälin laskelmat 2009.

Eläketurvakeskuksen tilastoraportteja 1/2009; Yksityisen sektorin työeläkkeiden rahoitus vuonna 2007.

Eläketurvakeskuksen tilastoraportteja 5/2009; Katsaus eläketurvaan vuonna 2008.

Financial Services Authority (UK); The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis, March 2009.

International Financial Services London, Bond Markets 2009, July 2009.

International Monetary Fund, Global Financial Stability Report, October 2009.

International Monetary Fund, World Economic Outlook Update, 8 July 2009.

International Monetary Fund, World Economic Outlook, October 2009.

Kahra, Hannu, Osakemarkkinoiden näkymät ja haasteet eläkesijoittamiselle, Eläketurvakeskuksen raportteja 2009:3.

Kallunki, Jukka-Pekka – Martikainen, Minna – Niemelä, Jaakko, Ammattimainen sijoittaminen, 2008.

Niskanen, Jyrki – Niskanen, Mervi, Yritysrahoitus, 2007.

OECD Pension Markets in Focus, December 2008, Issue 5.

OECD Pension Markets in Focus, October 2009, Issue 6.

OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No. 36, Private Pensions and Policy Responses to the Financial and Economic Crisis.

Rajat ylittävän finanssivalvonnan kehittäminen, Rahoitusmarkkinat 34/2009, Valtiovarainministeriö.

Raymond Van der Putten, The consequences of the financial turmoil for the private pension funds, BNP Paribas, October 2009 Conjoncture.

Roope Uusitalo, Työn verotuksesta ja työllisyydestä, muistio veroryhmälle 12.6 (http://www.vm.fi/vm/fi/05_hankkeet/012_veroryhma/06_esitysaineistoTyon_verotus_Uusitalo_12062009_muistio.pdf)

Sosiaali- ja terveysministeriön selvityksiä 2006:79; Työeläkejärjestelmän kilpailuolosuhteet, selvityshenkilön raportti.

Sosiaali- ja terveysministeriön selvityksiä 2008:38; Kansallisen sosiaalisen suojelun ja osallisuuden strategiaraportti vuosille 2008-2010.

Suomen vakausohjelman tarkistus 2009 6a/2010, Taloudelliset ja talouspoliittiset katsaukset, Valtiovarainministeriö.

The de Larosière Group report 25.2.2009.

Työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaa koskeva selvitys; eläkeneuvottelukunta, 27.1.2006.

Työeläkevakuuttajat TELA; Työeläke ja muu sosiaalivakuutus 2009, 42. vuosikerta.

LIITE 1

LAUSUMA

31.3.2010

Asiantuntijatyöryhmän ehdotusten arviointia

Työryhmän ehdotuksilla ei tähdätä merkittävään riskinoton ja riskinkannon lisäämiseen siitä, mikä asetettiin tavoitteeksi vuoden 2007 uudistuksessa. Tuolloin asetettiin tavoitteeksi työeläkelaitosten riskinkantokyvyn parantaminen siten, että työeläkelaitosten oli mahdollista kasvattaa osakesijoitusten painoa 10 prosenttiyksiköllä noin 35 prosenttiin sijoitussalkusta. Vuoden 2008 määräaikaistilalla parannettiin edelleen väliaikaisesti riskinkantokykyä nopeuttamalla osaketuottosidonnaisen mallin käyttöön ottamista ja rinnastamalla osa tasausvastuusta (EMU-puskuri) väliaikaisesti osaksi toimintapääomaa. Osaketuottosidonnaisen lisävakuutusvastuun siirtymäajan muutosta koskeneella säännöksellä ei enää vuoden 2011 alusta lukien ole mitään lisävaikutusta sijoitusten riskillisyyteen, koska 10 prosentin taso saavutetaan jo pysyvänkin lain mukaan vuoden 2011 alusta.

Vuoden 2013 alusta, jolloin määräaikaistilain voimassa olo viimeistään päättyy, tasausvastuun rinnastaminen toimintapääomaan loppuu, mikä ilman uusia toimenpiteitä merkitsee riskinkannon ja –oton vähenemistä suhteessa määräaikaistilaan. Työryhmä ehdottaakin, että tämä riskinkannon väheneminen korvataan yhdistämällä tasausvastuu ja toimintapääoma uudeksi ns. vakavaraisuuspääomapuskuriksi. Koska riskinkantokykyä ja riskinottoa ei ole tarkoitettu juurikaan lisätä, niin työryhmän ehdotuksilla ei siten ole vaikutusta työeläkelaitosten sijoitusten pitkän aikavälin tuotto-odotukseen eikä näin ollen myöskään odotettuun eläkemaksun tasoon. Näin ollen ehdotusten kansantaloudelliset vaikutukset jäävät erittäin vähäisiksi.

Tavoitteeksi pitkäjänteisen sijoitustoiminnan mahdollistaminen

Asiantuntijatyöryhmä on selvitystyönsä yhteydessä arvioinut alustavasti vakavaraisuussäätelyn kehittämistä sekä nykyisen vakavaraisuusmekanismin (liite 4) että henki- ja vahinkovakuutusyhtiöiden Solvenssi II –mallin (liite 5) pohjalta. Asiantuntijatyöryhmän mukaan molemmilla lähestymistavoilla näyttäisi olevan mahdollista kehittää työeläkejärjestelmän vakavaraisuusmekanismia sijoitustoiminnan riskejä paremmin huomioon ottavaksi. Työryhmän arvion mukaan kumpaankin lähestymistapaan liittyy vahvuuksia ja heikkouksia.

Vakavaraisuuskehikon uudistaminen vaatii lisäselvittämistä. Työryhmä toteaa, että vasta näiden lisäselvitysten jälkeen on mahdollista määritellä työeläkejärjestelmän sijoitustoiminnan ja riskiprofiilin sekä työeläkejärjestelmän tavoitteiden kannalta mahdollisimman toimiva vakavaraisuusmekanismi.

Laskelmat, joiden avulla asiantuntijatyöryhmän muistiossa päädytään pitämään nykyistä mallia pohjana myös tulevalle selvitystyölle, perustuu monin osin varsin epävarmoihin oletuksiin (ks. TELA:n VAKA-taustaryhmän 4.1. 2010 päivätty muistio ”Nykyisen vakavaraisuuskehikon ja eläkelaitosten riskinkantokyvyn arviointia”). Asiantuntijatyöryhmä toteaa laskelmiinsa nojautuen, että pitkällä aikavälillä vuoden 2007 sijoitusuudistuksen tavoitteet ovat nykymallilla saavutettavissa. Muutoksia ei siten välttämättä tarvittaisi. Tämä johtopäätös perustuu kuitenkin simulointiin, jossa osakepaino nostetaan tasaisesti viidessä vuodessa tavoiteallokaatioon rebalansoiden se kuukausittain. Oletus on rohkea ja poikkeaa historiallisesta käyttäytymisestä. Eläkelaitokset eivät ole historiallisesti pystyneet rebalansoimaan osakkeita niiden tavoitepainoon, kun hinnat ovat laskeneet. Tämä tuntuu myös olevan työryhmän kanta arvioidessaan nykyjärjestelmän myötäsiklisyyttä (ks. ”Myötäsiklisyyden ja poikkeustilanteet” –alatyöryhmän raportti 10.11.2009).

Laskelmien tulisi ennemminkin lähteä siitä, että eläkelaitosten käyttäytyminen on myös jatkossa nykyäänöllä myötäsiklistä. Yksittäisen laitoksen toimiminen kontrastisesti voimakkaissa kurssimuutoksissa on laitoksen vakavaraisuuden kannalta erittäin riskillistä. Tämä tarkoittaa, että ei ainoastaan jätetä rebalansoimatta, vaan ainakin osa laitoksista joutuu myös myymään osakkeita kurssien ollessa pohjilla, kun markkinapsykologia ja alentunut vakavaraisuus vahvistavat toisiaan ja lyhentävät sijoitushorisonttia. Tällä on merkittävä vaikutus siihen, millä todennäköisyydellä pitkän aikavälin tuottotavoitteisiin päästään.

Laskelmissa käytetyt tuotto-odotukset ovat realistisia, mutta eivät konservatiivisia. Osakkeiden riskipremio valtion lainoja vastaan on 4,5 %, mikä on myös melko rohkea oletus⁹². Akateemiset tutkimukset puoltavat hieman tätä alhaisempaa lukua (3 % - 3,5 %). Tähän päätyi myös Hannu Kahra TELA:lle tekemässään selvityksessä ”Osake-markkinoiden näkymät ja haasteet eläkesijoittamiselle”, ETK-raportteja 2009:3.

⁹²Osakkeiden tuotto-odotus on laskelmissa 8 % ja Saksan 10 vuoden valtion joukkovelkakirjojen tuotto (yield) on ollut vuoden 2008 lopusta saakka noin 3 % - 3,5 %. Jos käyttää valtion joukkovelkakirjojen tuottona 3,5 % (3 %), saadaan osakkeiden riskipremioksi 4,5 % (5 %).

Joukkovelkakirjojen 4,5 prosentin vuosituotto edellyttää, että luottoriskin osuus salkusta on varsin suuri. Näin ei ole kuitenkaan tällä hetkellä asian laita. Jos luottoriskiä lisätään vastaamaan laskelmien tuotto-odotusta, se kasvattaa myös korkosalkun riskiä, varsinkin kriiseissä ja markkinahäiriöissä kuten vuonna 2008 tapahtui.

Laskelmissa oletettu sijoitusympäristön vaikutus tuottoon ja vakavaraisuuteen lyhyellä aikavälillä, eli ns. stressiskenaario, on hyvin optimistinen. Jos työryhmän skenaariot toteutuvat (varsinkin deflaatio tai stagflaatio), osakkeiden ja / joukkovelkakirjalainojen hintojen vaihtelut tulevat erittäin todennäköisesti olemaan voimakkaita kumpaankin suuntaan. Eli markkinat ylihinnottelevat, kuten on käynyt esimerkiksi Japanissa viimeisen 20 vuoden ajan. Osake-markkinat eivät ole käytännössä tuottaneet mitään, mutta vaihtelut ovat olleet suuria. Tällainen ympäristö on erittäin haastava laitoksille, joiden riskinkantokyky riippuu keskeisesti historiallisista tuotoista (kuten TyEL laitoksilla nyt). Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että järjestelmän rakenteelliset myötäsykliset elementit vaikuttavat haitallisesti tuottoihin. Deflaatio-oloissa olisi vaikeaa päästä sijoituksissa edes 3 prosentin nimelliseen vuosituottoon. Ei olisi poissuljettua, että tuotto jäisi negatiiviseksi, kun osa laitoksista on siirtynyt pois riskillisistä sijoituksista.

Laskelmissa oletettua korkosidonnaisuuden lisäämistä ei juurikaan perustella. Yleensä joukkovelkakirjojen ja osakkeiden hinnat menevät vastakkaisiin suuntiin ja silloin joukkovelkakirjatuottojen lisäämisellä vastuuvelkaan ei saataisi helpotusta kun osakkeet laskevat. Tämä vastaa kuitenkin tilannetta, jossa joustavuuden tarve ei muutenkaan ole suuri: hajautusefekti toimii ja riskit ovat hallinnassa.

Sen sijaan tilanne, jossa osakkeet laskevat ja korkotaso nousee yhtä aikaa (stagflaatio), rikkoo riskimallin ja aiheuttaa helposti ennakoimattoman suuren arvostustappion ja potentiaalisesti nykymallissa pakottaa osan laitoksista vähentämään riskiä. Korkojen nousu luo kuitenkin vain hetkellisen pääomatappion ja sijoittaja voisi tulevina vuosina kuitata tappiot, kun se saa sijoittaa korkokupongit ja erääntymiset korkeammalla korolla uudestaan.

On siis kyseenalaista, voidaanko em. laskelmilla todeta nykymallin toimivan siten, että se mahdollistaa pitkäjänteisen sijoitusmahdollisuuden eläkelaitoksille. Finanssikriisi osoitti, että nykyinen malli, jossa toimintapääoma ottaa vastaan sijoitustuotoissa tapahtuvat suuret heilahtelut, ei toimi. Ilman poikkeuslakia ”järkevä” ja pitkäjänteinen sijoitustoiminta olisi ollut uhattuna osakekurssien vapaan pudotuksen jälkeen. Osakkeita ei olisi voinut ostaa silloin, kun ne olivat halpoja, vaan niitä olisi pitänyt myydä.

Riippumatta sijoitusten tuotoista vastuuvälille (pl. 10 prosenttiyksikön suuruinen osaketuottosidonnainen lisävakuumusvastuu) pitää saada joka vuosi vähintään 3 prosentin tuotto. Jos eläkevarat tuottavat tätä vähemmän, erotus täytyy ottaa toimintapääomasta. Toimiakseen kaikissa tilanteissa nykyisenkaltainen malli edellyttäisi niin suuria toimintapääomapuskureita, että sellaisten muodostaminen ei olisi enää järkevää.

Valtiovarainministeriö katsoo, että yksi vaihtoehto nykyiselle mallille olisi se, että annettaisiin vastuuvelan joustaa nykyistä enemmän sijoitusten tuottojen mukaan. Näinhän toimii osaketuottosidonnainen lisävakuumusvastuu, jonka osuus on kuitenkin vain 10 prosenttia koko sijoitussalkusta. Tällöin tarvittaisiin toimintapääomaa huomattavasti nykyistä vähemmän. Myöskään sijoitustuottojen vaihteluilla ei olisi merkittävää vaikutusta toimintapääomiin, koska entistä suuremman osan sijoitustuottojen vaihteluista ottaisi vastaan vastuuvelka. Toimintapääomia tarvittaisiin siltä varalta, että yksittäisen laitoksen sijoitusten tuottoaste jäisi jälkeen koko laitoksen keskimääräisestä tuotosta. Malli toimisi myös deflaatio-oloissa, jolloin on erittäin vaikea päästä 3 prosentin tuottoon. Mallin sääntöjä ei tarvitsisi muuttaa edes kriisiooloissa kuten nykyistä mallia, joka edellyttää monimutkaisia toimia, joita asiantuntijaraportissa on hahmoteltu.

Nykyisen 10 prosenttiyksikön suuruisen osaketuottosidonnaisen mallin voimaantumisen nopeuttamisella vältyttiin sijoitustappioiden realisoimilta ja mahdollistettiin yli suhdanteiden ulottuva pitkäjänteinen sijoitustoiminta finanssikriisin aikana. Edellä mainitussa ”Myötäsyklisyys ja poikkeustilanteet” –alatyöryhmän raportissa on käsitelty osaketuottosidonnaista lisävakuumusvastuuta seuraavasti (luku 3.3.2. sivulla 11):

”Kuten yllä todettiin, osakesidonnaisuuden nosto takautuvasti 10 prosenttiin vuonna 2008 lievensi myötäsyklisyyden haittoja. Voisi ajatella, että osakesidonnaisuuden osan nostaminen nykyisestä 10 prosentista esimerkiksi 20 prosenttiin lisäisi entisestään kontrasyklisyyttä, jos laitokset eivät lisäisi samalla vastaavasti osakeriskiään. Tällöin noin 10 prosenttiyksikköä lisää sijoitusriskistä siirtyisi järjestelmän kannettavaksi pois eläkelaitoksen omista sijoitusriskeistä, mikä mahdollistaisi korkeamman osakeallokaation syklien yli ja mahdollisesti hillitsi osakkeiden myyntitarvetta laskukaudella.

Jos osakesidonnaisuuden astetta nostettaisiin, osakkeiden osuutta järjestelmässä olisi mahdollista kasvattaa, koska laitokset voisivat sijoittaa osakkeisiin enemmän ilman, että laitospohjaiset riski- ja myötäsyklisyystasot nousisivat. Teoriassa kaikkien laitosten kannattaisi sijoittaa vähintään 20 % osakkeisiin, koska muuten uhkana on negatiivinen poikkeamariski. Tästä voisi aiheutua ongelmia

pienille takaisinlainaukseen keskittyneille säätiöille, joiden mahdollisuus näin suureen osakesijoittamiseen voi olla rajallinen.”

Osaketuottosidonnaisen lisäakuutusvastuun nostamista nykyisestä 10 prosentista esimerkiksi 20 prosenttiin olisi syytä tarkastella varteen otettavana vaihtoehtona perustettavassa uudessa työryhmässä. Vaikka asiantuntijatyöryhmän muistiossa ei tarkastella mallia, jossa vastuuvetäjä joustaisi nykyistä enemmän sijoitustuottojen mukaan, muistiossa kuitenkin esitetään kriisioloihin toimenpiteitä, joiden seurauksena vastuuvetäjä eli kaikki laitokset yhteisvastuulla ottavat vastaan sijoitusmarkkinoiden voimakkaat muutokset.

Puskureiden käytön tehostaminen

Tasoiusvastuun ja toimintapääoman yhdistämisellä olisi asiantuntijatyöryhmän muistion mukaan mahdollista parantaa työeläkelaitosten riskinkantokykyä. Ongelmana on kuitenkin se, että erityisesti tasoiusvastuun työkyvyttömyysosa on pääosin kerätty pientyönantajien tariffimaksuilla. Työkyvyttömyyseläkemenot ovat jo 1990-luvulta lähtien pienentyneet ja kehitys on ollut 2000-luvulla vakaata. Menojen kasvu on vakiotasollaan ollut korkeintaan 10 prosentin luokkaa. Työkyvyttömyysliikkeen vakaaseen kehitykseen ovat vaikuttaneet useat tekijät kuten yksilöllisen varhaiseläkejärjestelmän lakkauttaminen, työllisyyskehitys, eri toimenpiteet työllisyysasteen nostamiseksi, väestön terveydentilan paraneminen ja vakuutustekniset uudistukset. Näistä syistä johtuen on tarpeellista uudelleen arvioida ja kehittää työkyvyttömyysmenojen riskien hallintaa, seurantaa ja siihen liittyviä pelisääntöjä. Tasoiusvastuun rajat voitaisiin määrittellä nykyistä alhaisemmalle tasolle.

Asiantuntijatyöryhmän arvion mukaan puskureiden käytön tehostaminen – tasoiusvastuun työkyvyttömyysosan rinnastaminen toimintapääomaan – olisi perusteltua saattaa voimaan samanaikaisesti, kun määräaikaislain voimassaolo päättyy 31.12.2012. Uudistuksen yksityiskohtien valmistelemiseen edellyttää kuitenkin lisäselvitystä. Jo nykyisessä järjestelmässä tasoiusvastuuta on mahdollista käyttää sijoitusriskien kattamiseen (Laki työeläkevakuutusyhtiöstä (354/1997) 20 § (1120/2006) 1 mom.) kuten asiantuntijatyöryhmämuistiossa todetaan (sivu 58):

”Jos työeläkevakuutusyhtiön toimintapääoma alittaa vähimmäismääränsä tai toimintapääoman ja tasoiusvastuun vähimmäismääränsä ylittävän osan yhteismäärä alittaa vakavaraisuusrajan, on yhtiön toimitettava Finanssivalvonnan hyväksyttäväksi yhtiön taloudellisen aseman tervehdyttämissuunnitelma. Tältä osin työeläkevakuutusyhtiöiden valvonnassa tasoiusvastuu siis jo nykyisessä lainsäädännössä rinnastetaan toimintapääomaan.”

Uusi esitys, tasoiusvastuun rinnastaminen toimintapääomaan, voisi johtaa tilanteeseen, jossa asiakashyvityksiä voitaisiin jakaa aiempaa helpommin. Nykyisin eläkeyhtiön asiakashyvitykset riippuvat yhtiön hoitokustannustuloksesta, vakavaraisuudesta ja tasoiusvastuun mahdollisesta ylitteestä. Jos tasoiusvastuu ja toimintapääoma yhdistettäisiin, tulisi tällöin soveltaa vastaavanlaista menettelyä, jota on kaavailtu henki- ja vahinkovakuutusyhtiöille yhtenä vaihtoehtona Solvenssi II:een siirryttäessä. Tämä tarkoittaisi, että toimintapääoman alittaessa vakavaraisuusrajan siirrettäisiin alite tasoiusvastuusta (jos on alarajan ylittävää määrää) osittamattomaan lisäakuutusvastuuseen. Hyvityksiä ei voisi maksaa ennen kuin toimintapääomasta on tasoiusvastuuseen siirretty takaisin sieltä otettu määrä.

Työkyvyttömyysliikkeen osalta tulisi arvioida työkyvyttömyysmenojen nykyinen ja tuleva kehitys uusimman tutkimuksen sekä tehtyjen linjausten ja toimenpiteiden perusteella ja laatia menettelytavat siitä, kuinka työkyvyttömyysmenoja sekä työkyvyttömyysmaksun ja tasoiusvastuun kehitystä seurataan. Selvitysten ja tarkistusten perusteella tulisi määrittellä maksun taso sekä tasoiusvastuun uudet ala- ja ylärajat ja lisätä valmistelun avoimuutta.

Päätyneet vakuutukset

Ns. päätyneitä vakuutuksia arvioidaan olevan 20 - 30 miljardia euroa ja niiden osuus työeläkeyhtiöiden vastuista vaihtelee yhtiöittäin arviolta 30 - 60 % välillä keskiarvon ollessa noin 40 %. Tätä rahastoa vastaavat laskuperusteen ylittävät tuotot vakuutusyhtiöt voivat jakaa asiakashyvityksinä jatkuville vakuutuksille, jolloin hyvitysten maksupohja lähes kaksinkertaistuu.

Tulisikin selvittää, voidaanko päätyneiden vakuutusten ylituotto siirtää asiakashyvitysten sijasta ainakin osittain (sekä pientä hoitokulukorvausta ja toimintapääomatarvetta lukuun ottamatta) vanhuuseläkerahastojen katteeksi. Tämä voisi vahvistaa järjestelmän rahoituksen kestävyyttä ja vähentää eläkemaksun nousupainetta pitkällä aikavälillä.

- 2010:
- 1 Terhi Laine. Lähisuhde- ja perheväkivallan uhreille tarjottavat turvakotipalvelut. (Vain verkossa)
ISBN 978-952-00-2957-9 (PDF)
 - 2 Sosiaali- ja terveysministeriön toimintasuunnitelma vuodelle 2010. (Vain verkossa)
ISBN 978-952-00-2958-6 (PDF)
 - 3 Valtakunnallinen työpankkikokeilu. Raportti työpankkien toiminnasta ja ehdotukset toimintamallin kehittämiseksi. (Vain verkossa)
ISBN 978-952-00-2962-3 (PDF)
 - 4 Yhtenäiset päivystyshoidon perusteet. (Vain verkossa)
ISBN 978-952-00-2963-0 (PDF)
 - 5 Tuulikki Petäjäniemi, Simo Pokki. Selvitys päivähoiton ja varhaiskasvatuksen asemasta valtionhallinnossa. (Vain verkossa)
ISBN 978-952-00-2970-8 (PDF)
 - 6 Syövän hoidon kehittäminen vuosina 2010-2020. Työryhmän raportti. (Vain verkossa)
ISBN 978-952-00-2971-5 (PDF)
 - 7 Katja Uosukainen, Hanna-Leena Autio, Minna Leinonen, Sannu Syrjä. Työpaikan tasa-arvosuunnitelma ja palkkakartoitus. Tutkimus suunnitteluvaiheen toteutumisesta sekä suunnitelmien ja kartoituksen laadusta.
ISBN 978-952-00-2974-6 (nid.)
ISBN 978-952-00-2975-3 (PDF)
 - 8 Sosiaali- ja terveydenhuollon kansallisen kehittämisohjelman (Kaste) arviointi. Ensimmäinen väliraportti. (Vain verkossa)
ISBN 978-952-00-2979-1 (PDF)
 - 9 Toimintamalli diabetesta sairastavan lapsen koulupäivän aikaisesta hoidosta. (Vain verkossa)
ISBN 978-952-00-2982-1 (PDF)
 - 10 Verksamhetsmodell för behandling av diabetes hos barn under skoldagen. (Endast på webben)
ISBN 978-952-00-2983-8 (PDF)
 - 11 Joukkoruokailun kehittäminen Suomessa. Joukkoruokailun seuranta- ja kehittämistyöryhmän toimenpidesuositus.
ISBN 978-952-00-2984-5 (nid.)
ISBN 978-952-00-2985-2 (PDF)
 - 12 Yksityisten alojen työeläkejärjestelmän vakavaraisuussäätelyn uudistamista selvittäneen laaja-alaisen työryhmän selvitys. (Vain verkossa)
ISBN 978-952-00-2988-3 (PDF)
 - 13 Suuronnettomuden uhrien lääkinnällisen evakuointivalmiuden kehittäminen. Työryhmämuistio. (Vain verkossa)
ISBN 978-952-00-2989-0 (PDF)
 - 14 Yksityisten alojen työeläkejärjestelmän vakavaraisuussäätelyn uudistamista selvittäneen asiantuntijatyöryhmän selvitys. (Vain verkossa)
ISBN 978-952-00-2990-6 (PDF)